

Le grand débat low carbon



Avec (de gauche à droite) : **JEAN-MARIE PÉAN**, directeur de la finance responsable, Sienna Gestion ; **FRANÇOIS MILLET**, responsable du développement climat et thématiques, Amundi ETF, Indiciel & Smart Beta ; **LAURA RAMIREZ**, responsable ESG, Axiom AI ; **FRÉDÉRIC DUCOULOMBIER**, directeur ESG, Scientific Beta et professeur associé de finance, EDHEC Business School

La thématique climat s'impose au-delà des nouveaux indices

La surperformance boursière des énergies fossiles n'aura pas eu raison de la prise en compte de la lutte contre le réchauffement climatique dans les portefeuilles. Gérants et investisseurs de long terme maintiennent leurs engagements à limiter les émissions de carbone induites par les financements qu'ils octroient. Parmi les outils qui semblent s'imposer dans cette lutte figurent les nouveaux indices, PAB et CTB, définis par la réglementation européenne. Les participants au grand débat low carbon du magazine *Option Finance* ont longuement débattu au sujet de l'apport de ces nouveaux indices et de leurs limites. Si ces derniers prévoient une réduction des émissions de gaz à effet de serre à une vitesse cohérente avec un scénario de hausse globale de 1,5 degré, ils ne sont, en revanche, pas adaptés aux fonds sectoriels ou de niche. Par ailleurs, au vu de l'importance de la thématique climat, celle-ci ne peut se limiter à l'utilisation de fonds et/ou d'indices dédiés, mais doit irriguer l'ensemble des gestions.



Que représentent les fonds low carbon/climat sur le marché européen ? Sont-ils essentiellement investis en actions ?

Jean-Marie Péan, directeur de la finance responsable de Sienna Gestion : Novethic a publié en novembre 2021 une étude sur les fonds verts en Europe. Elle indique qu'entre 2019 et 2021, 154 fonds verts ont vu le jour en Europe pour atteindre le nombre de 381 fonds. En termes d'encours, ils sont passés de 59 milliards d'euros à 202 milliards d'euros sur la période. Au sein de cet ensemble, les fonds bas carbone ont connu la plus forte progression, de 28 fonds à 271 fonds pour atteindre un encours de 108 milliards d'euros, la très grande majorité d'entre eux étant des fonds actions.

Frédéric Ducoulombier, directeur ESG chez Scientific Beta et professeur associé de finance à l'EDHEC Business School : Morningstar recensait au niveau global près de 900 fonds climat représentant un peu plus de 400 milliards de dollars à fin 2021, les actifs sous gestion ayant doublé en 2021. L'essentiel (80 %) de ces actifs est logé en Europe qui compte 563 fonds pour un montant de 325 milliards de dollars US. En Europe, la croissance a été robuste en 2021 (+ 61 %), notamment grâce au lancement et à la conversion de plus de 200 fonds.

François Millet, responsable du développement climat et thématiques, Amundi ETF, Indiciel & Smart Beta : Au 31 mai, le marché des ETF climat s'élevait à 50 milliards d'euros. Le périmètre de ces stratégies comprend les fonds s'appuyant

sur les indices « climat » européens, les fonds « green bonds » et les fonds thématiques traitant du sujet du climat au sens large (énergies nouvelles, hydrogène, etc.). Comme pour les fonds de gestion active, la très grande majorité des ETF climat sont des solutions actions, seuls quelques fonds répliquent la performance d'obligations corporate ou de « green bonds ». Les flux ont été très importants en 2020 et 2021. La croissance s'opère en partie par conversion et en partie grâce aux lancements de nouveaux fonds.

Laura Ramirez, responsable ESG chez Axiom AI : Selon Morningstar, l'offre en Europe de fonds de dette avec un angle climatique est plus réduite que l'offre de fonds d'actions. Environ 84 % des fonds climatiques sont investis en actions, alors que seulement 13 % sont investis en dette. La stratégie de 75 % de ces fonds est axée sur les obligations vertes.

Les énergies fossiles battent actuellement des records en Bourse, cela pénalise-t-il cette année la collecte dans les fonds low carbon ou climat ?

François Millet : Les allocations dans les fonds climat ne sont pas liées aux performances à court terme, mais constituent des décisions stratégiques qui engagent les investisseurs à long terme. Concernant la performance boursière des secteurs du pétrole et du gaz depuis le début de l'année, celle-ci peut être relativisée. Elle fait suite à une longue période de sous-performance. Le secteur représentait 15 % du S&P 500 en 2009 contre 4 % avant la crise Covid et à 2 % après celle-ci. Il est remonté maintenant à 5 % et se situe

encore très loin de son niveau de 2009. Mais, il est vrai que le rebond actuel de l'énergie ne peut être capturé dans les indices du type PAB (Paris-aligned benchmark) qui intègrent des politiques d'exclusion du pétrole et du gaz. Par ailleurs, ils tendent à sous-pondérer des secteurs comme les matériaux, l'industrie, au profit de la technologie et de la pharmacie.

Jean-Marie Péan : Une partie importante de nos encours concerne de l'épargne salariale qui s'inscrit par définition dans une logique de long terme. Les événements de court et de moyen terme ne s'inscrivent donc pas dans cette logique, encore moins lorsqu'il s'agit de fonds climat. Néanmoins, si la question nous est posée, notre fonds Sienna Low carbon ISR sous-pondéré sur les énergies fossiles a surperformé depuis le début de l'année par rapport à notre benchmark. Les choix de titres des gérants se sont révélés pertinents. Si on prend un peu de recul depuis le lancement de notre fonds en 2020, notre fonds progresse de plus de 26 % contre 23 % pour le benchmark.

Morningstar recensait à fin 2021, au niveau global, près de 900 fonds climat représentant un peu plus de 400 Md\$.

Frédéric Ducoulombier : Nous travaillons essentiellement avec des investisseurs de long terme, fonds de pension et fonds souverains, qui accélèrent l'intégration des questions climatiques dans leur gestion. Nous notons désormais un réel intérêt pour des gestions intégrant ces enjeux aux Etats-Unis, ce qui vient renforcer une demande

mondiale jusqu'alors très limitée à l'Europe.

François Millet : Beaucoup d'investisseurs s'engagent dans des stratégies net zéro carbone pour lesquelles toutes réallocations dans des fonds à fortes émissions de carbone devront être compensées plus tard par de plus fortes réductions pour remplir leurs objectifs.

La lutte contre le greenwashing est au cœur des réformes européennes et se développe aux Etats-Unis. Comment les gérants et les investisseurs peuvent-ils concrètement crédibiliser leur discours ?

Jean-Marie Péan : La lutte contre le greenwashing est au cœur de l'actualité, avec l'affaire DWS notamment. Les parties prenantes, qu'il s'agisse de la société civile, des ONG ou des régulateurs, prennent le sujet très au sérieux. Les ONG publient des rapports de plus en plus robustes. La SEC (Security & Exchange Commission) a lancé une enquête tout récemment sur les fonds ESG de Goldman Sachs après avoir, fin mai, approuvé des propositions pour accroître la transparence des fonds ESG. La BCE (Banque centrale européenne) appelle quant à elle à l'encadrement et à l'uniformisation des standards verts. En tant que société de gestion, nous nous devons d'être transparents sur les méthodologies et sur les données utilisées. Nous devons démontrer que notre promesse est tenue. Une des façons d'y parvenir d'après nous réside dans le calcul et la publication d'indicateurs d'impact.

François Millet : En ce qui concerne la gestion passive, le

régulateur à travers la réglementation sur le reporting SFDR et le texte « Benchmarks Climat » a montré que son but était d'améliorer la comparabilité, de lutter contre le greenwashing et de favoriser la réallocation du capital en direction des sociétés qui sont les plus avancées sur une trajectoire de décarbonation. Cela crée un cadre de construction de portefeuille prescriptif qui peut être utile aux gérants actifs et qui sert directement aux gérants passifs comme sous-jacent. Il ne faut pas oublier que ce cadre a été élaboré entre 2018 et 2020 en fonction de l'état de la connaissance du moment ainsi que des recommandations internationales, notamment en termes de reporting carbone. Il a aussi tenu compte de la dispo-

nibilité des données. Il devrait ainsi évoluer au fur et à mesure de la disponibilité des données, notamment grâce aux divulgations obligatoires prévues par la directive CSRD qui va s'appliquer à partir du 1^{er} janvier 2024 pour les entreprises de l'Union européenne qui ont plus de 250 employés ou 40 millions d'euros de chiffre d'affaires.

Laura Ramirez : Le greenwashing possède différentes nuances de vert. Les cas révélés récemment par les régulateurs sont liés à la nuance la plus « légère », il s'agit de fonds qui ont affirmé prendre en compte les critères ESG sans le faire ou de gérants qui ont changé simplement l'intitulé de leurs fonds en ajoutant la

mention ESG sans en modifier leur gestion. Sanctionner par des amendes ces resquilleurs, comme le fait la SEC, crée un précédent utile. Nous pouvons attendre des régulateurs européens qu'ils suivent ainsi cette bonne pratique. Par ailleurs, la crédibilité d'un gérant d'actifs s'appuie, d'après nous, sur deux éléments : d'une part, la cohérence de ses actions – par exemple, un gérant ne peut pas voter contre une résolution climat tout en renforçant son exposition à une entreprise – et d'autre part, une grande diligence dans les terminologies utilisées : les fonds dont la stratégie n'a pas d'impact direct sur l'économie réelle ne devraient pas présenter d'indicateurs permettant de le penser.

Les indices climat peuvent-ils transformer le marché des fonds low carbon ? Quels sont leurs apports, et quelles sont leurs limites méthodologiques ?

François Millet : Les indices low carbon mettent l'accent sur le risque (risque de transition et risque physique) en s'appuyant sur des données passées alors que les indices climat d'aujourd'hui s'intéressent à l'impact. Ils essaient de déterminer la contribution du portefeuille à la décarbonation générale dont nous avons besoin. Il y a un déplacement de l'analyse historique vers une analyse prospective qui prend en compte des actions mises en place par



« Nous nous devons d'être transparents sur les méthodologies et sur les données utilisées. Nous devons démontrer que notre promesse est tenue. Une des façons d'y parvenir réside dans le calcul et la publication d'indicateurs d'impact. »

JEAN-MARIE PÉAN

DIRECTEUR DE LA FINANCE RESPONSABLE, SIENNA GESTION

PARCOURS

Jean-Marie Péan a rejoint Malakoff Humanis Gestion d'Actifs en décembre 2021 après avoir passé 18 ans dans des sociétés de gestion d'actifs spécialisées en ISR ainsi qu'en agence de notation extra-financière. Il a notamment collaboré avec OFI AM en tant que spécialiste de la mesure d'impact des entreprises cotées au sein de l'équipe de gestion actions, il a aussi occupé le poste de responsable d'équipe d'analystes ISR et d'analyste ISR chez Macif Gestion. Il a commencé sa carrière en 2004 dans l'agence de notation Vigéo afin d'évaluer les pratiques ESG des émetteurs. Jean-Marie est diplômé d'un master responsabilité sociale des entreprises de l'Université Paris XII.

CHIFFRES CLÉ

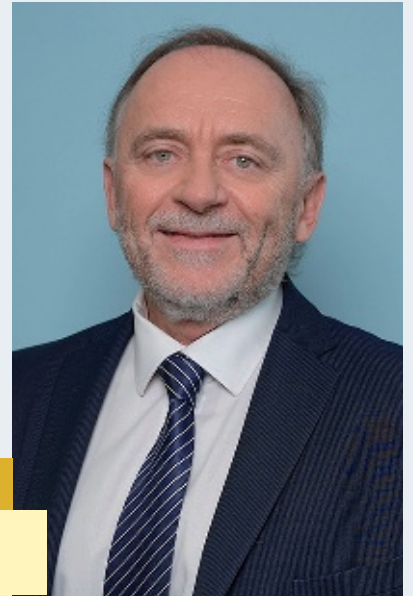
- **Effectifs dans l'expertise** : 55
- **Encours sous gestion dans l'expertise et % des encours globaux** : 443 millions d'euros, soit 2,07 % des encours globaux (données au 31/12/2021).
- **Historique de performance d'un des fonds phares** : MHGA Low Carbon ISR, performances annualisées sur un an 0,32 % (au 29/04/2022) contre - 1,38 % pour l'indice de référence. Performances annuelles en 2021 : 23,35 % contre 22,67 % pour l'indice de référence.
- **Philosophie d'investissement en quelques mots** : MHGA Low Carbon ISR est un fonds actions multisectoriel, investissant sur l'univers de la zone euro. Il bénéficie d'un univers d'investissement 100 % ISR. Le fonds a une gestion de conviction engagée vers la décarbonation de l'économie. Son objectif est de réduire d'au moins 40 % l'intensité carbone par rapport à celle de son indice de référence. Au 31/03/2022, le fonds a enregistré une réduction de 60 % de l'intensité carbone, au sein de son portefeuille, dépassant ainsi les normes de places (AMF, Commission européenne, etc.) dont l'objectif est de 40 % de réduction.



« L'engagement ne doit pas être opposé à la réallocation du capital. Le développement des indices climat constitue une incitation pour les dirigeants des sociétés à décarboner pour figurer dans ces indices, voire pour y être surpondérés par rapport aux indices classiques. »

FRANÇOIS MILLET

RESPONSABLE DU DÉVELOPPEMENT CLIMAT ET THÉMATIQUES, AMUNDI ETF, INDICIEL & SMART BETA



PARCOURS

François Millet a rejoint Amundi en 2022. Il supervisait auparavant l'ESG, la stratégie produits et l'innovation chez Lyxor ETF. Il a notamment contribué à diversancements produits : premier ETF d'obligations vertes au monde, premier ETF sur l'égalité de genre en Europe et première gamme d'ETF répliquant les indices de référence climatiques de l'Union européenne. Il a rejoint Lyxor en 2009 en tant que responsable du développement produits ETF et indiciels, après avoir supervisé le développement commercial des fonds indiciels et des ETF chez Société Générale Asset Management AI. Avant cela, il a travaillé pendant 14 ans chez SG Corporate & Investment Banking, où il a occupé plusieurs postes exécutifs et de direction au sein de l'activité equity capital markets.

CHIFFRES CLÉ

- **Encours sous gestion dans l'expertise :** au 31/05/2022, 44 milliards d'euros dans les ETF ESG et climat dont 19 milliards d'euros pour les ETF Climat.
- **Philosophie d'investissement en quelques mots :** Depuis le lancement du premier écosystème mondial d'ETF climatiques pouvant être éligibles au PAB/CTB, Amundi ETF a construit l'une des gammes de stratégies net zéro les plus larges d'Europe, conçue pour aider les investisseurs à aligner leurs portefeuilles sur les objectifs de l'Accord de Paris. La gamme regroupe une trentaine d'ETF climat actions et obligations couvrant un large éventail d'exposition géographiques - monde, zone euro, Europe, Etats-Unis et marchés émergents. L'offre comprend des ETF climat répliquant des indices CTB ou PAB permettant d'atteindre l'objectif net zéro à des rythmes différents en fonction des préférences des investisseurs. Elle intègre également une gamme d'ETF « green bonds » (obligations vertes) permettant de financer des projets bénéfiques pour le climat.

les sociétés, et de l'analyse de risque vers celle des contributions à la lutte contre le changement climatique. Enfin, dernière caractéristique : les indices low carbon historiques portaient d'une décarbonation relative par rapport à un indice parent classique (pondéré par les capitalisations boursières) alors que les indices climat raisonnent en absolu. Si nous voulons avoir une chance d'atteindre les objectifs de neutralité, il faut prendre en compte les émissions absolues. Ces différences expliquent le nombre important de conversion de fonds low carbon de l'ancienne génération en fonds climat.

Frédéric Ducoulombier : En effet, l'innovation principale des indices CTB (climate transition benchmark) et PAB est d'exiger année après année la réduction des émissions de gaz à effet de serre à une vitesse cohérente avec un scénario de hausse globale de 1,5 degré. Plus généralement, les indices climat cherchent à améliorer le profil de l'investissement en matière d'alignement avec les impératifs de la transition vers une économie bas carbone. Les indices qui intègrent ces dimensions - qui ne comptent pas dans les critères minima des CTB/PAB et sont donc en tension avec ceux-ci - doivent relever des défis spéci-

ques à l'utilisation de données prospectives. Les indicateurs utilisés pour mesurer l'alignement ont déjà donné lieu à des travaux notamment de la part des coalitions d'investisseurs, mais sont de nature subjective à la différence des données historiques. En outre, il reste des progrès à faire pour décliner les scénarios globaux par secteur ou par pays.

Jean-Marie Péan : Les indices PAB et CTB ont fixé des critères qui pour certains étaient déjà respectés par les fonds low carbon. Ils exigent par exemple que l'intensité carbone des fonds soit inférieure de respective-

ment 30 % et 50 % par rapport à leur univers d'investissement. Les fonds low carbon de manière générale se fixent déjà une telle exigence. Pour notre fonds Sienna Low carbon ISR par exemple, nous nous étions fixé un objectif de - 40 %. Le critère concernant la trajectoire de décarbonation annuelle de 7 % des fonds est lui aussi régulièrement respecté par les fonds. En revanche, le critère sur l'intégration du scope 3 est encore loin d'être respecté, la communication des gérants d'actifs est moins claire dans ce domaine. Les indices réclament cette intégration dans un premier temps dans le secteur des énergies et

« L'indice PAB prévoit une réduction fixe des émissions de 7 % sans distinction selon les secteurs alors que pour avancer dans la lutte contre le réchauffement climatique, les secteurs les plus pollués doivent aller plus vite. »

Laura Ramirez

RESPONSABLE ESG, AXIOM AI



PARCOURS

Laura Ramirez a rejoint Axiom AI en avril 2021 en tant que responsable ESG. Laura a sept ans d'expérience dans la finance durable. Elle était précédemment responsable des marchés émergents au sein du 2^e Investing Initiative, un groupe de réflexion regroupant des experts spécialisés dans la finance climat. Elle a commencé sa carrière au ministère de l'Écologie, du Développement durable et de l'Énergie en tant que chargée de mission finance durable.

CHIFFRES CLÉ

- **Effectifs dans l'expertise** : 3 personnes et 100 % des gérants ont accès aux bases de données ESG.
- **Encours sous gestion dans l'expertise et % des encours globaux** : 5 fonds classés article 8, 930 millions d'euros, soit 38 % des encours sous gestion.
- **Historique de performance d'un des fonds phares** : Axiom Sustainable Financial Bond - C, Performances annualisées sur cinq ans : 2,60 % à fin mai 2022 (contre 2,71 % pour l'indice de référence), annualisées sur trois ans : 3,30 % (contre 2,9 % pour l'indice de référence). Performances cumulées YTD à fin mai - 6,30 % contre - 9,09 % pour l'indice de référence.
- **Philosophie d'investissement en quelques mots** : Les banques financent environ 70 % de l'économie en Europe. Leurs portefeuilles de prêts sont donc déterminants pour répondre aux enjeux de la transition bas carbone. Nous identifions, investissons et faisons de l'engagement auprès des leaders et des retardataires pour contribuer à cette transition.

des mines avant que cela ne soit généralisé. Enfin, la limite des indices est l'absence d'approche absolue pour les émissions, indispensables pour espérer pouvoir enrayer le changement climatique. Une autre limite est également l'absence de critère sur les nouveaux projets d'énergies fossiles, qui ne sont pas clairement abordés dans les indices.

Laura Ramirez : L'indice PAB prévoit une réduction fixe des émissions de 7 % sans distinction selon les secteurs alors que pour avancer dans la lutte contre le réchauffement climatique, les secteurs les plus pollués doivent aller plus vite dans leur démarche. Le secteur des énergies fossiles doit réduire plus rapidement ses émissions que le secteur de l'acier par exemple.

Ces indices sont pertinents pour les fonds qui ont une bonne diversification sectorielle. Dans notre cas très particulier, nous proposons des fonds principalement investis dans le secteur financier. Nous ne pouvons donc pas procéder par des exclusions sectorielles pour proposer un fonds avec une empreinte carbone de - 30 % ou - 50 %, alors que la SFDR demande aux fonds « climat » article 9 de suivre les exigences des CTB et PAB ou de se comparer à un indice CTB et PAB. Aujourd'hui, il n'existe pas d'indices CTB et PAB focalisés sur le secteur financier. La tâche s'annonce complexe. En outre, pour les fonds investis en action, la réglementation incite à une comparaison par niveau d'intensité carbone ; par contre, concernant la dette, il faut pro-

céder à des calculs en valeur absolue. Néanmoins, même au sein d'un seul secteur, la lecture des émissions en valeur absolue intègre un biais sous-sectoriel. Par exemple, les assureurs disposent d'un bilan carbone bien supérieur à celui des banques (scopes 1, 2 et 3 sans compter les portefeuilles d'investissement/prêts). Concernant le scope 3 précédemment évoqué, l'analyse des émissions indirectes est certes très importante dans le secteur des énergies fossiles ou dans l'industrie, mais aussi dans la finance. Dans ce secteur, l'essentiel des émissions se situe dans le scope 3. Le scope 1 et le scope 2 réunis correspondent à seulement 1 % à 3 % des émissions totales. Cependant, les fournisseurs de données n'offrent pas des solutions pour

les appréhender avec une qualité suffisante. Nous devons avoir des informations sur le portefeuille de prêts des banques ou sur le portefeuille d'investissement des compagnies d'assurances afin d'avoir une vision claire et précise du scope 3.

Frédéric Ducoulombier :

Les principales critiques des institutionnels portent sur le fait que la réduction d'emblée des émissions est trop élevée et incite davantage à l'exclusion de secteurs ou de sous-secteurs dans leur ensemble qu'à l'engagement de ces secteurs plus émetteurs dans la décarbonation. La deuxième critique comme cela a été souligné concerne l'absence d'adaptation sectorielle en matière de compression au cours du



temps. Les contraintes en termes de construction sont assez lâches et permettent de décarboner les portefeuilles par le biais d'ajustements sectoriels. Cette capacité d'ajustement introduit des risques d'écoblanchiment.

Laura Ramirez : L'objectif de ces indices est-il de diminuer les émissions de carbone de l'économie réelle ou d'orienter les capitaux vers les secteurs vertueux ? Le premier objectif me semble plus pertinent, mais la réglementation penche plutôt pour le deuxième. Le même problème se pose avec la réglementation SFDR : si l'on analyse les fonds article 9, peu d'entre eux ont un impact sur l'économie réelle.

Frédéric Ducoulombier : Les coalitions d'investisseurs du type « Paris-Aligned Investment Initiative » et « Net-Zero Asset Owner Alliance » affichent l'ambition d'avoir un impact sur l'économie au-delà d'aligner leurs investissements. Cet impact est mobilisable de plusieurs façons : à travers la construction de portefeuille pour lesquels l'alignement des entreprises détermine la pondération voire l'inclusion agissant ainsi sur l'accès aux financements, l'engagement bilatéral ou multilatéral auprès des entreprises et des secteurs, la politique de communication/lobbying auprès du grand public et des régulateurs pour pousser les entreprises à agir par des incitations et des contraintes. Ces trois canaux peuvent être plus ou moins mobilisés par différentes méthodologies. Le cadre CTB/PAB n'interdit pas des approches susceptibles d'avoir un impact réel, mais ne les encourage pas par ses critères techniques. Faut-il d'autres labels avec des critères plus précis ou faut-il espérer que les obligations de transparence de la SFDR suffi-

ront aux investisseurs pour distinguer le bon grain de l'ivraie ? La discussion est ouverte.

Jean-Marie Péan : En ce qui nous concerne, nous ne voulons pas mélanger plusieurs approches. Il nous semble important de bien communiquer sur ce que nous faisons auprès de nos clients. Un fonds low carbon n'est pas un fonds climatique ou un fonds de transition. Nous faisons le choix d'avoir, en parallèle, d'autres fonds sur cet enjeu afin de répondre aux attentes de nos clients.

Les entreprises sont-elles sensibles à des remarques d'investisseurs y compris lorsqu'ils ne sont pas présents au capital ?

François Millet : Il ne faut pas arbitrer entre l'engagement et le désinvestissement. Le principe de la matérialité du portefeuille est à double sens : quel est l'impact du changement climatique sur le portefeuille, et inversement quel est l'impact de mon portefeuille sur le changement climatique ? Le premier point est traité par la réduction du risque de transition dans les portefeuilles. Décarboner l'économie peut se faire en s'appuyant sur la diminution de l'intensité carbone de son portefeuille et par la contribution de son portefeuille à la transition énergétique. Il est possible de réduire régulièrement ses émissions en allant chercher des sociétés qui réduisent elles-mêmes régulièrement leurs émissions et en remplacement des sociétés qui émettent davantage. Notre but n'est pas d'obtenir uniquement une réduction annuelle de 7 % des émissions pour notre portefeuille par rebalancement des actifs. Il est important d'avoir une vision prospective et de rechercher

les entreprises qui contribuent à la décarbonation des économies. Par ailleurs, nous devons être actifs dans notre politique d'engagement sur l'ensemble des portefeuilles. L'engagement ne doit pas être opposé à la réallocation du capital. Le développement des indices climat constitue une incitation pour les dirigeants des sociétés à décarboner car ceux-ci s'inscrivent très souvent dans une maximisation de la valeur actionnariale. Ils peuvent alors chercher à appartenir à ces indices, voire à être surpondérés par rapport à leur poids dans les indices classiques.

Avec l'entrée en vigueur de la CSRD dès 2024, ce sont plus de 50 000 entreprises européennes qui vont devoir fournir davantage d'informations extra-financières, dont celles issues de leur bilan carbone.

Laura Ramirez : Cela constitue une incitation indirecte et indirecte au changement de politique des entreprises. Ce type d'indices peut avoir pour conséquence d'influencer les managements, mais cela ne constitue pas son objectif premier. Mais cela peut le devenir, il ne faut pas oublier que la réglementation doit être revue d'ici trois ans. Un autre changement utile serait celui du pourcentage de 7 % vers une différenciation sectorielle, ou vers un pourcentage plus ambitieux en lien avec les données scientifiques. Par ailleurs, les flux de capitaux doivent être relativement conséquents pour que les entreprises prennent conscience de l'intérêt de figurer dans ce type d'indices.

François Millet : Comme indiqué précédemment, les encours dans les ETF low carbon et climat représentent pour l'instant environ 50 milliards d'euros en Europe, mais il y a des flux conséquents sur ce type de fonds, sans même mentionner ceux des grands investisseurs comme les fonds de pension. AP2 en Suède, par exemple, a migré ses benchmarks pour plus de 15 milliards d'euros sur des indices PAB adaptés à ses contraintes d'investissement. Des réallocations à moyen/long terme sont en cours et donnent lieu à des flux indiciaires de plus en plus importants.

Les gérants/investisseurs parviennent-ils à intégrer le scope 3 ? Comment progresser dans l'accès aux données ?

Jean-Marie Péan : Nous avons fait le choix de travailler depuis 2015, avant même la création de notre fonds low carbon, avec S&P Global Trucost sur les émissions de CO2. Ils nous fournissent des données sur les scopes 1 et 2 ainsi que sur une partie du scope 3 (amont), c'est-à-dire les émissions des principaux fournisseurs des entreprises. La plupart des fonds n'intègrent pas ce scope 3 pour l'instant. Il y a encore des progrès à faire, mais nous sommes dépendants, en tant que gérants d'actifs, des informations publiées par les entreprises ou par les agences de notation extra-financière. Avec l'entrée en vigueur de la CSRD dès 2024, ce sont plus de 50 000 entreprises européennes qui vont devoir fournir davantage d'information extra-financière, dont celles issues de leur bilan carbone.

Frédéric Ducoulombier : La perspective de voir un grand

nombre d'entreprises déclarer et faire auditer des émissions scope 3 constitue une belle avancée, mais le standard de comptabilisation correspondant n'a pas pour vocation de permettre les comparaisons entre entreprises. Ce standard est pensé pour inciter les entreprises à réduire leur empreinte carbone au fil du temps. Des entreprises quasi identiques peuvent donc publier des émissions pour des montants avec des écarts considérables du seul fait de leurs choix comptables. La question est alors de savoir comment nous allons pouvoir utiliser les données publiées. Il faut donc modérer l'idée que le reporting va résoudre les problèmes liés à la divergence des données de scope 3. Par contre, nous pourrions utiliser les données publiées selon un schéma temporel et privilégier les entreprises qui se distinguent par la vitesse de compression de leurs émissions au sein de leur secteur.

Jean-Marie Péan : La CSRD ne va pas régler le problème du scope 3, mais elle va forcer les entreprises à publier leur méthodologie. Ce travail est nécessaire afin que de notre côté nous puissions comprendre les écarts entre entreprise. Une fois les informations publiées, le travail d'investigation peut commencer.

Laura Ramirez : Pour les fournisseurs de données, le sujet du scope 3 est complexe car ils n'ont pas accès au portefeuille d'investissement et aux prêts des banques. Les estimations proposées sont encore assez floues. Pour pouvoir comparer les banques entre elles, nous avons créé notre propre méthodologie, l'Axiom Climate Readiness Score (ACRS), qui repose sur une approche qualitative et quantitative. Premièrement, nous

nous intéressons à leurs pratiques d'intégration des risques climatiques ainsi qu'à leurs actions visant à avoir un impact positif dans l'économie réelle. Deuxièmement, nous analysons notamment la dette syndiquée à travers les indicateurs climatiques des entreprises, notamment leur température implicite et leur part verte. Ces données nous sont fournies par Iceberg Data Lab. Il nous paraît important d'avoir une méthodologie propriétaire car les fournisseurs de données ont chacun leur propre modèle, ce qui rend peu comparables les reportings des banques ; par contre, si nous faisons nous-mêmes les estimations en nous appuyant sur un seul fournisseur de données et en appliquant la même méthodologie nous éliminons une partie du problème. Nous sommes conscients par ailleurs qu'il y aura toujours un écart entre nos estimations et la réalité.

Frédéric Ducoulombier : Nous utilisons de notre côté les émissions scope 3 uniquement d'un point de vue sectoriel car nous ne possédons pas des données au niveau des entreprises pour déterminer quels sont les bons et les mauvais élèves. En revanche, nous commençons à distinguer les entreprises sur le scope 3 par rapport à l'existence ou non d'un reporting et d'engagements de réduction du scope 3 validé par la « Science-Based Targets initiative » (SBTi), et demain, nous le ferons à travers la compression effective du scope 3 au cours du temps. Nous avons choisi une approche qui reconnaît les limites actuelles des données et utilise des indicateurs publics et objectifs, qui peuvent soutenir un consensus parmi les investisseurs.

François Millet : Les grandes

bases de données dépositaires poussent à normaliser les émissions des entreprises. Concernant la CSRD qui s'appliquera en Europe, elle donnera lieu à la publication de données auditées ; pour autant, comme souligné, les sociétés disposent d'une marge de manœuvre quant à leur méthodologie. C'est pourquoi à l'intérieur des indices que nous utilisons les données sont fournies par une agence extra-financière qui vérifie l'homogénéité des scopes 3 par exemple. Aujourd'hui, une bonne partie des scopes 3 utilisés dans les indices sont modélisés à partir d'approches matricielles, c'est le cas chez S&P Trucost ou chez MSCI. Par ailleurs, nous comptons sur le fait que les indices intègrent des scopes 3 qui vont converger. Un grand nombre de sociétés publient les émissions à travers l'initiative Science-Based Targets (SBT) qui constitue aussi un autre facteur de convergence. Les SBT approuvées des sociétés n'offrent pas encore de quoi constituer aujourd'hui un indice mondial, mais le nombre d'entreprises qui publient des données ne cesse d'augmenter. Si une entreprise s'est engagée dans le cadre des SBT sur des objectifs vis-à-vis de ses actionnaires, ses clients, ses fournisseurs, elle est déjà bonifiée dans les indices.

Les méthodologies développées dans les fonds climat peuvent-elles être étendues à l'ensemble des gestions ou faut-il plutôt miser sur des fonds thématiques ?

Jean-Marie Péan : La question climat ne doit pas être focalisée que sur les fonds low carbon ou climat, mais intégrée à toutes les gestions. Aujourd'hui, nous met-

tons à la disposition de tous nos gérants les données sur les intensités carbone des entreprises. Il s'agit d'une première étape : au fur et à mesure, ces problématiques vont s'intégrer aux outils de gestion. Nous avons adopté dans cette perspective une politique climat dans laquelle nous avons fixé une trajectoire pour l'ensemble de la société de gestion. Les gérants seront impliqués. En termes de gamme, aux côtés du fonds low carbon, nous

La force des « green bonds » réside dans l'obligation faite aux émetteurs de publier la nature des projets financés et des indicateurs d'impact.

proposons à nos clients un fonds transition climat dont l'objectif est d'investir dans les apporteurs de solutions et un fonds d'obligations vertes ISR, l'un des premiers du marché français et labellisé Greenfin. Ces trois fonds permettent d'avoir une gamme complète sur le sujet climatique.

François Millet : Il n'y a pas que les indices PAB et CTB dans l'arsenal des solutions. Il y a aussi les fonds « green bonds », et les fonds thématiques qui poursuivent des objectifs climatiques. Il existe des indices de « green bonds » et des ETF avec ce type d'actifs en sous-jacent. Les encours sous gestion dans cette catégorie sont d'environ 1,3 milliard d'euros, et ont beaucoup progressé ces derniers mois. La force des « green bonds » réside dans l'obligation faite aux émetteurs de publier la nature des projets financés et des indicateurs d'impact. Plus de 70 % des émissions en euro et



FRÉDÉRIC DUCOULOMBIER

DIRECTEUR ESG, SCIENTIFIC BETA, CO-DIRECTEUR DE LA CHAIRE « CLIMAT ET INVESTISSEMENT » ÉTABLIE PAR SCIENTIFIC BETA ET EDHEC BUSINESS SCHOOL

« Au-delà d'aligner leurs investissements, les coalitions d'investisseurs du type "Paris-Aligned Investment Initiative" et "Net-Zero Asset Owner Alliance" affichent l'ambition d'avoir un impact sur l'économie. »

PARCOURS

Frédéric Ducoulombier travaille sur l'intégration des problématiques d'investissement responsable dans les gestions passives et la sélection de données ESG. Avant de rejoindre Scientific Beta, il a travaillé pour l'EDHEC durant 15 ans, notamment comme directeur fondateur d'EDHEC Risk Institute-Asia. Il a contribué aux travaux de recherche d'EDHEC-Risk Institute dans divers domaines et est co-auteur des contributions influentes de l'institut aux consultations réglementaires internationales sur les ETF et les indices. Ancien membre du groupe de travail consultatif sur l'innovation financière de l'ESMA, il contribue actuellement aux travaux de GFANZ sur la mesure de l'alignement de portefeuille.

SCIENTIFIC BETA EN QUELQUES MOTS

- Créé par EDHEC-Risk Institute et désormais filiale de la Bourse de Singapour, Scientific Beta est un fournisseur d'indices spécialisé sur le smart beta (et notamment l'investissement factoriel) et l'investissement responsable. Le montant d'actifs répliquant ses indices s'élevait à 64 milliards de dollars US à fin juin 2021.
- **Dernières publications majeures :**
 - C. Christiansen, D. Aguet, N. Amenc, « Climate Impact Consistent Indices : Making Portfolio Decisions and Climate Engagement Consistent », Scientific Beta, mars 2022.
 - N. Amenc, F. Goltz, V. Liu, « Doing Good or Feeling Good ? Detecting Greenwashing in Climate Investing », Journal of Impact & ESG Investing, été 2022, vol. 2, n° 4.
 - F. Ducoulombier, « Understanding the Importance of Scope 3 Emissions and the Implications of Data Limitations », Journal of Impact & ESG Investing, été 2021, vol. 1, n° 4.

en dollar rapportent des indicateurs d'impact qui sont précieux pour les investisseurs comme par exemple les émissions évitées. C'est une brique intéressante, et qui dispose d'une certaine granularité. Par conséquent, des allocations diversifiées peuvent désormais être effectuées par type d'émetteurs (corporate, souverain) ou par duration. Les indices CTB et PAB gèrent surtout le risque de transition et la contribution à la décarbonation, ils peuvent ainsi être complétés par des fonds thématiques qui permettent de s'exposer davantage au volet positif : les apporteurs de solutions et opportunités liées à la transition énergétique. Les solutions proposées peuvent être très pointues comme sur

les nouvelles énergies ou sur la mobilité du futur. Nous proposons des ETF sur ce genre d'exposition cherchant à concilier la pureté de représentation du thème avec les contraintes de liquidité et de diversification. Après avoir séduit les fonds de fonds et la gestion privée, ces solutions intéressent également la clientèle de gérants et institutionnels.

Laura Ramirez : Nous ne posons pour l'instant qu'un seul fonds avec un objectif de décarbonation à long terme. En 2021, nous avons réalisé un premier travail de calcul de la température implicite de tous nos fonds commercialisés en France, pour comprendre notre point de

départ. La prochaine étape est de définir des objectifs de décarbonation pour chaque fonds. Par ailleurs, l'engagement est pour nous très important. En plus de notre engagement individuel, nous avons rejoint le groupe de travail pour l'engagement avec les banques de l'Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCCC), c'est la seule initiative collective vis-à-vis des banques. Ainsi les données ESG, et climat sont disponibles pour tous les gérants et nous pratiquons des exclusions liées au charbon et autres énergies fossiles même si celles-ci ne concernent nos investissements que de façon marginale (< 10 %).

Frédéric Ducoulombier : Il est tout à fait possible d'avoir des contraintes climatiques dans des gestions financières qui recherchent de la performance. Nous avons élaboré dès l'origine des indices smart beta qui intègrent des contraintes de durabilité. Depuis 2016, nous offrons des indices multifactoriels bas carbone qui sont utilisés par des mandats et ETF, y compris des versions CTB depuis 2020. À côté de cette offre d'intégration, nous proposons des indices « pur climat » dont les pondérations au sein de chaque secteur dépendent seulement des performances environnementales des entreprises. ■ Propos recueillis par

Sandra Sebag
@sebagsandra1