



## La définition européenne de l'investissement durable à l'épreuve des faits

10 juillet 2023

Quelle définition donner à un investissement financier « durable » ? Le cadre européen sur l'investissement responsable, et notamment la réglementation SFDR de 2019 sur le reporting financier en matière de durabilité et la Taxonomie environnementale de 2020, définit trois principes fondamentaux:

- (i) « contribuer à » (un objectif de développement durable),
- (ii) « ne pas nuire » (à tout autre objectif de développement durable), et
- (iii) « se conformer » (aux bonnes pratiques de gouvernance).

Il faut évidemment saluer cet effort européen de clarification de ce qui relève de l'investissement durable. La mise en œuvre et l'interprétation de la réglementation SFDR n'ont pas été chose facile cependant. Les préoccupations sont de deux ordres : l'accès déficient aux données pour rendre compte des risques de durabilité et la confusion sur les définitions des termes utilisés, et notamment la définition de l'investissement durable

Aujourd'hui le cadre de reporting européen par les entreprises est sous-dimensionné et rien ne dit que l'application de la directive CSRD, tel que revue par la Commission européenne en juin 2023, permettra de résoudre ce problème. Quant à la définition d'un « investissement durable », dans la pratique l'application des deux principes « contribuer à » et « ne pas nuire » est très hétérogène et disparate.

Cela est particulièrement vrai pour le volet social, qui est manifestement sous-représenté voire délaissé. Il n'existe pas de Taxonomie sociale équivalente à la Taxonomie environnementale. Quant aux indicateurs de durabilité, un bref aperçu montre le déséquilibre entre l'environnement d'une part, le social et la gouvernance d'autre part.

## Table des matières

Le cadre européen.....	2
La définition .....	2
L'incertitude réglementaire persiste .....	3
Confusion sur la définition .....	4
Le volet social à la remorque .....	4
Annexe I : Liste des indicateurs obligatoires sur les Principales Incidences Négatives .....	6
Annexe II : Liste des indicateurs optionnels sur les Principales Incidences Négatives .....	6
Annexe III : Proposition d'extension des indicateurs par les Autorités de supervision financière européenne .....	8

## Le cadre européen

Quelle définition donner à un investissement financier « durable » ? C'est-à-dire un placement financier qui apporte une contribution nette à un objectif donné de développement durable sans porter atteinte à d'autres objectifs durables. Le cadre européen sur l'investissement responsable en propose une. Celle-ci repose sur plusieurs textes réglementaires, à commencer par la réglementation dite « SFDR » de 2019, qui porte sur le reporting en matière de durabilité dans le secteur des services financiers d'une part, et par la Taxonomie environnementale adoptée l'année suivante:

- La réglementation SFDR ([2019](#) et [version déléguée 2022](#) ) offre un cadre de reporting à trois niveaux pour les gestionnaires d'actifs et les fonds qu'ils gèrent pour le compte d'investisseurs : fonds « article 6 » (pas de prise en compte de critères ESG), « article 8 » (faisant la promotion de caractéristiques sociales et/ou environnementales) et « article 9 » (finançant des « investissements durables », donc). Pour les fonds article 8 et 9, la SFDR impose par ailleurs un reporting sur au minimum 18 indicateurs relatifs aux « Principales incidences négative » (Principal Adverse Impact, ou « PAI »), listés en annexes I (obligatoires) et II (optionnels).
- La Taxonomie environnementale ([2020](#) et [version déléguée 2023](#)) entre autres identifie six catégories de contribution environnementale qualifiant au statut d'investissement durable : (i) l'atténuation et (ii) l'adaptation au changement climatique, (iii) l'utilisation durable et la protection des ressources aquatiques et marines, (iv) la transition vers une économie circulaire, (v) la prévention et la réduction de la pollution et (vi) la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes.

## La définition

En tenant compte de la définition d'investissement durable selon ces deux textes, SFDR et Taxonomie, on aboutit à trois principes fondamentaux: (i) « contribuer à » (un objectif de développement durable), (ii) « ne pas nuire » (à tout autre objectif de développement durable et) (iii) « se conformer » (aux bonnes pratiques de gouvernance).

Dans une version plus élaborée, et sur le fondement des articles 2(17) de la SFDR et des articles 3, 9 et 18 de la Taxonomie, l'investissement durable se définit de la manière suivante :

Est durable, une activité qui :

- Contribue à un objectif de développement durable,
  - l'un des 6 objectifs de la Taxonomie environnementale; ou
  - un objectif social à définir (et en l'absence d'une Taxonomie sociale)
- Ne porte préjudice à aucun autre objectif de développement durable (« ne pas nuire »),
  - en rendant compte des risques de durabilité, notamment par le reporting des indicateurs sur les Principales incidences négative « PAI », et
  - en assurant la conformité avec (i) les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, (ii) ceux des Nations unies relatifs aux entreprises et aux Droits de l'Homme, (iii) les huit conventions de base de l'OIT et (iv) la charte des nations unies sur les droits humains;

et dont l'entreprise se conforme à des pratiques de bonne gouvernance, notamment:

- des structures de gestion saines,
- les relations sociales et la rémunération du personnel compétent et
- le respect des obligations fiscales.

Cette définition s'applique donc au niveau d'un actif détenu par une entreprise (« une activité ») en ce qui concerne les deux premiers principes (« contribuer à » et « ne pas nuire »). En revanche le troisième principe (« se conformer à ») relève du niveau de l'entreprise.

## L'incertitude réglementaire persiste

Il faut évidemment saluer cet effort européen de clarification de ce qui relève de l'investissement durable. Malheureusement, le diable est dans les détails et la mise en œuvre et l'interprétation de la réglementation SFDR dans son ensemble, n'ont pour le moins pas été chose facile. En décembre 2022, la Commissaire aux services financiers, Mairead McGuinness, reconnaissait d'ailleurs des difficultés [d'interprétation des concepts fondamentaux](#) de la SFDR. Les préoccupations sont de deux ordres :

- l'accès déficient aux données pour rendre compte des risques de durabilité par le biais des indicateurs « PAI », et
- la confusion sur les définitions des termes utilisés, et notamment la définition de l'investissement durable.

En réaction à cette incertitude réglementaire, et dans un contexte de risques accrus d'écoblanchiment, près de [EUR 195 Mds d'actifs](#) ont été « déclassés » au cours de l'année 2022 par les gestionnaires d'actifs eux-mêmes, du statut « article 9 » (le plus ambitieux en matière d'investissement durable) vers « article 8 ». Les initiatives pour clarifier et rationaliser le processus se sont aussi multipliées, par exemple :

- En juin 2022, Eurosif publie une [proposition](#) de révision des trois catégories de fonds SFDR ;
- En septembre 2022, les trois Autorités de supervision financière européennes (dont ESMA, European Securities and Markets Authority) [interpellent la Commission européenne](#) sur l'interprétation de la SFDR, notamment sur la définition de l'investissement durable ;
- En janvier 2023, ESMA discute de [lignes directrices sur l'utilisation de termes relatifs à l'investissement responsable](#), projet qui s'apparente de fait à une initiative de labellisation européenne ;

- En février 2023, en France l’Autorité des marchés financiers [propose](#) une refonte des critères minimums pour les fonds SFDR.

Sur le fond, la collecte des données nécessaires aux indicateurs sur les 18 indicateurs PAI obligatoires pose effectivement problème, sans parler des 46 autres optionnels. Le reporting ESG par les entreprises est sensé alimenter ces données. Or, aujourd’hui le cadre de reporting européen est sous-dimensionné. Ce problème devrait normalement être résolu par la directive [CSRD](#) sur le reporting par les entreprises et ses nouvelles normes techniques [ESRS](#). Malheureusement la [version déléguée](#) proposée par la Commission européenne en juin 2023 est bien en-deçà des attentes, laissant trop de marge de manœuvre aux entreprises pour choisir le format du reporting et donc le périmètre des données à rendre compte.

## Confusion sur la définition

La confusion autour de la définition d’un « investissement durable » constitue l’autre point d’achoppement dans la mise en œuvre de la réglementation SFDR.

Cela est certainement le cas du premier principe relatif à la nature de la « contribution » au développement durable. Dans un [rapport](#) publié en décembre 2022, Novethic passe ainsi au crible la documentation publiée par 195 fonds SFDR. Concernant la définition de l’investissement durable, « *dans de nombreux cas, il est simplement mentionné que le fonds a un objectif au sens de l’article 9 de la réglementation SFDR, ce qui revient à dire que son objectif d’investissement durable est l’investissement durable* ». Lorsqu’une définition plus précise est donnée, une minorité, il s’agit le plus souvent d’obligations vertes et de trajectoires d’émissions compatible avec l’Accord de Paris. Dans une poignée de cas, il est question de contributions aux Objectifs de Développement Durable, ou d’objectifs plus spécifiques – transition énergétique, accès à l’eau, accès à l’éducation.

L’application du second principe (« ne pas nuire » et les PAI) est tout aussi hétérogène. Alors que la SFDR requiert la prise en compte a minima de 18 indicateurs obligatoires, dans les faits on est loin du compte. Selon l’étude de Novethic, la pratique la plus fréquente consiste à faire état des politiques d’exclusion (du tabac, des armes controversées, la sortie du charbon, etc.). L’autre pratique consiste à substituer une notation ESG, du type *best in class*, aux indicateurs PAI sans assurance aucune que les PAI eux-mêmes soient effectivement pris en compte. Les pratiques évoluent bien sûr. Par exemple la filiale française d’Allianz [rend compte](#) de manière assez détaillée sur pratiquement tous les indicateurs pour l’ensemble de son portfolio.

## Le volet social à la remorque

Le volet social de la définition européenne d’un investissement durable est par ailleurs sous-représenté voire délaissé. Cela est flagrant en ce qui concerne le premier principe sur la contribution, puisqu’il n’y a donc pas de Taxonomie sociale équivalente à la Taxonomie environnementale, ni même de processus en vue de son élaboration. Un [rapport](#) assez fourni et assez détaillé de février 2022 fait certes des propositions concrètes (proposition d’ajouter aux 6 objectifs de la Taxonomie environnementale 3 objectifs de « contribution sociale » : (i) le travail décent, (ii) le bien-être des usagers et consommateurs et (iii) des communautés inclusives). Mais le dossier a été laissé en suspens par la Commission européenne fin 2022.

Concernant le second principe « ne pas nuire », en préalable on peut souligner que ce concept est issu de l'aide humanitaire et du droit sur l'environnement, et est étranger à la littérature sur les normes sur les droits humains et les droits sociaux. En l'occurrence il n'apparaît nulle part dans les Principes des Nations Unies ou ceux de l'OCDE. Quant aux indicateurs PAI, un bref aperçu de la composition des indicateurs (annexe I et II) montre le déséquilibre entre l'environnement d'une part, le social et la gouvernance d'autre part. Si l'équilibre est plus ou moins respecté lorsqu'on regarde l'ensemble des indicateurs, obligatoires et optionnels, la domination environnementale est évidente lorsqu'on ne prend en compte que les indicateurs obligatoires. L'immense majorité des indicateurs sociaux sont en effet « optionnels ». On est en droit de se demander comment des indicateurs sociaux de base, comme ceux relatifs à la santé et la sécurité sur le lieu de travail, peuvent être considérés comme « optionnels » (voir annexe II les indicateurs « Taux d'accident », et « Nombre de jours perdus pour cause de blessures, d'accidents, de décès ou de maladies »).

Indicateur PAI pour les entreprises	Obligatoires	Optionnels
Environnement	9	16
Social	3	14
Gouvernance	2	3

Source : [SFDR 2022](#)

En outre, la liste des indicateurs sociaux comporte une erreur d'interprétation concernant la conformité aux instruments référencés par la SFDR à savoir : (i) les [Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales](#), (ii) ceux des [Nations unies relatifs aux entreprises et aux droits humains](#), (iii) les huit conventions de base de l'OIT et (iv) la Charte des Nations Unies sur les droits humains. Les deux indicateurs sociaux obligatoires correspondant, n°10 & 11 (voir annexe I) se contentent en effet d'une mesure des Principes directeurs de l'OCDE et... du Global Compact. Le Global Compact est certes une initiative parrainée par les Nations Unies, mais elle est bien distincte et, sur le fond, sans commune mesure avec les Principes des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'homme. Tout cela en dit long sur la compréhension des instruments sociaux et relatifs aux droits humains. Même en se contentant d'une mesure des Principes de l'OCDE, celle-ci est, en pratique peu opérante, en l'absence d'un consensus et d'une méthodologie en source ouverte sur sa conformité.

On peut d'ailleurs saluer le [proposition de révision des PAI](#) en avril 2023 par les trois autorités de supervision financière européennes, visant à accroître le nombre d'indicateurs sociaux et relatifs aux droits humains dans un souci de cohérence avec les normes ESRS (voir annexe III), mais aussi de rectifier l'erreur concernant la confusion grossière entre le Global Compact et les Principes des Nations Unies. A voir si cette proposition aboutit.

Quant au respect des obligations fiscales, pourtant marqué noir sur blanc dans l'article 2(17) de la SFDR, le sujet est totalement évacué dans la pratique.

Ce déséquilibre entre l'environnement d'une part, le social de l'autre, est d'ailleurs à l'image de l'agenda ESG qui, dans un jeu à somme nulle, est saturé par le climat et la biodiversité, laissant bien peu de place au social. Les initiatives des investisseurs sur le climat, et maintenant sur la biodiversité, sont nombreuses et bien visibles : [Climate Action 100+](#) , [Net-Zero Asset Owner Alliance](#) & [Net-Zero Asset Manager Initiative](#), [Institutional Investors Group on Climate Change](#), [Finance for Biodiversity](#) . Sur les droits humains et les droits sociaux en revanche, on

est bien en peine de trouver des initiatives comparables, même si une poignée d’initiatives ont récemment pris de l’envergure comme par exemple [UN PRI Advance initiative](#) et [The Investor Alliance for Human Rights](#) .

## Annexe I : Liste des indicateurs obligatoires sur les Principales Incidences Négatives

Couverture	Chapitre	Indicateur
Entreprise	Environnement	1. Émissions de GES
Entreprise	Environnement	2. Empreinte carbone
Entreprise	Environnement	3. Intensité de GES des sociétés bénéficiaires des investissements
Entreprise	Environnement	4. Exposition à des sociétés actives dans le secteur des combustibles fossiles
Entreprise	Environnement	5. Part de consommation et de production d’énergie non renouvelable
Entreprise	Environnement	6. Intensité de consommation d’énergie par secteur à fort impact climatique
Entreprise	Environnement	7. Activités ayant une incidence négative sur des zones sensibles sur le plan de la biodiversité
Entreprise	Environnement	8. Rejets dans l’eau
Entreprise	Environnement	9. Ratio de déchets dangereux et de déchets radioactifs
Entreprise	Social	10. Violations des principes du pacte mondial des Nations unies et des principes directeurs de l’OCDE pour les entreprises multinationales
Entreprise	Social	11. Absence de processus et de mécanismes de conformité permettant de contrôler le respect des principes du Pacte mondial des Nations unies et des principes directeurs de l’OCDE à l’intention des entreprises multinationales
Entreprise	Social	12. Écart de rémunération entre hommes et femmes non corrigé
Entreprise	Gouvernance	13. Mixité au sein des organes de gouvernance
Entreprise	Gouvernance	14. Exposition à des armes controversées (mines antipersonnel, armes à sous-munitions, armes chimiques ou armes biologiques)
souverain	Environnement	15. Intensité de GES
souverain	Social	16. Pays d’investissement connaissant des violations de normes sociales
immobilier	Environnement	17. Exposition à des combustibles fossiles via des actifs immobiliers
immobilier	Environnement	18. Exposition à des actifs immobiliers inefficaces sur le plan énergétique

Source : [SFDR 2022](#)

## Annexe II : Liste des indicateurs optionnels sur les Principales Incidences Négatives

Couverture	Chapitre	Indicateur
Entreprise	Environnement	1. Émissions de polluants inorganiques
Entreprise	Environnement	2. Émissions de polluants atmosphériques
Entreprise	Environnement	3. Émissions de substances qui appauvrissent la couche d’ozone
Entreprise	Environnement	4. Investissements dans des sociétés n’ayant pas pris d’initiatives pour réduire leurs émissions de carbone
Entreprise	Environnement	5. Ventilation des consommations d’énergie par type de sources d’énergie non renouvelables
Entreprise	Environnement	6. Utilisation et recyclage de l’eau
Entreprise	Environnement	7. Investissements dans des sociétés sans politique de gestion de l’eau
Entreprise	Environnement	8. Exposition à des zones de stress hydrique élevé

Entreprise	Environnement	9. Investissements dans des sociétés productrices de produits chimiques
Entreprise	Environnement	10. Dégradation des terres, désertification, imperméabilisation des sols
Entreprise	Environnement	11. Investissements dans des sociétés sans pratiques foncières/agricoles durables
Entreprise	Environnement	12. Investissements dans des sociétés sans pratiques ou politiques durables en ce qui concerne les océans/mers
Entreprise	Environnement	13. Ratio de déchets non recyclés
Entreprise	Environnement	14. Espèces naturelles et aires protégées
Entreprise	Environnement	15. Déforestation
Entreprise	Environnement	16. Part de titres qui ne sont pas émis conformément à la législation de l'Union sur les obligations durables sur le plan environnemental
Souverain	Environnement	17. Part d'obligations qui ne sont pas émises en vertu de la législation de l'Union sur les obligations durables sur le plan environnemental
Immobilier	Environnement	18. Émissions de GES
Immobilier	Environnement	19. Intensité de consommation d'énergie
Immobilier	Environnement	20. Production de déchets d'exploitation
Immobilier	Environnement	21. Consommation de matières premières pour des constructions neuves et des rénovations importantes
Immobilier	Environnement	22. Artificialisation des sols
Entreprise	Social	1. Investissements dans des entreprises sans politique de prévention des accidents du travail
Entreprise	Social	2. Taux d'accidents
Entreprise	Social	3. Nombre de jours perdus pour cause de blessures, d'accidents, de décès ou de maladies
Entreprise	Social	4. Absence de code de conduite pour les fournisseurs
Entreprise	Social	5. Absence de mécanisme de traitement des différends ou des plaintes concernant les questions de personnel
Entreprise	Social	6. Protection insuffisante des lanceurs d'alerte
Entreprise	Social	7. Cas de discrimination
Entreprise	Social	8. Ratio de rémunération excessif
Entreprise	Social	9. Absence de politique en matière de droits de l'homme
Entreprise	Social	10. Manque de diligence raisonnable
Entreprise	Social	11. Absence de processus et de mesures de prévention de la traite des êtres humains
Entreprise	Social	12. Activités et fournisseurs présentant un risque important d'exploitation d'enfants par le travail
Entreprise	Social	13. Activités et fournisseurs présentant un risque important de travail forcé ou obligatoire
Entreprise	Social	14. Nombre de problèmes et d'incidents graves recensés en matière de droits de l'homme
Entreprise	Gouvernance	15. Absence de politique de lutte contre la corruption et les actes de corruption
Entreprise	Gouvernance	16. Insuffisance des mesures prises pour remédier au non-respect de normes de lutte contre la corruption et les actes de corruption
Entreprise	Gouvernance	17. Nombre de condamnations et montant des amendes pour infraction à la législation sur la lutte contre la corruption et les actes de corruption
Souverain	Social	18. Score moyen en matière d'inégalités de revenus
Souverain	Social	19. Score moyen en matière de liberté d'expression
Souverain	Social	20. Performance moyenne en matière de droits de l'homme
Souverain	Gouvernance	21. Score moyen en matière de corruption
Souverain	Gouvernance	22. Pays et territoires non coopératifs à des fins fiscales
Souverain	Gouvernance	23. Score moyen en matière de stabilité politique
Souverain	Gouvernance	24. Score moyen en matière d'état de droit

Source : [SFDR 2022](#)

## Annexe III : Proposition d'extension des indicateurs par les Autorités de supervision financière européenne

	<b>Obligatoire</b>	
Gouvernance	Amount of accumulated earnings in non-cooperative tax jurisdictions	Amount of accumulated earnings by undertakings where the consolidated revenue on their balance sheet date exceeded for each of the last two consecutive financial years a total of € 750 million at the end of the relevant financial year in jurisdictions that appear on the revised EU list of non-cooperative jurisdictions for tax purposes
Social	Exposure to companies involved in the cultivation and production of tobacco	Share of investments in investee companies involved in the cultivation and production of tobacco
Social	Interference in the formation of trade unions or election of worker representatives	Share of investments in investee companies without commitments on its non-interference in the formation of trade unions or election of workers' representatives.
Social	Share of employees earning less than the adequate wage	Average percentage of employees in investing companies earning less than the adequate wage
	<b>Supplémentaire</b>	
Social	Excessive use of non-guaranteed-hour employees in investee companies	Average share of non-guaranteed hours employees as share of total employees
Social	Excessive use of temporary contract employees in investee companies	Average share of own employees with a temporary contract as share of total employees
Social	Excessive use of non-employee workers in investee companies	Average share of non-employee workers as share of total employees
Social	Insufficient employment of persons with disabilities within the workforce	Average share of persons with disabilities amongst the workforce of investee companies
Social	Lack of grievance/complaints handling mechanism for communities affected by the operations of the investee companies	Share of investments in investee companies without grievance or complaints handling mechanism for stakeholders materially affected by the operations of the investee companies
Social	Lack of grievance/complaints handling mechanism for consumers/end-users of the investee company	Share of investments in investee companies without grievance/complaints handling mechanism for consumers or end users of the investee companies

Source : [Joint consultation on the review of SFDR Delegated Regulation, Avril 2023](#)