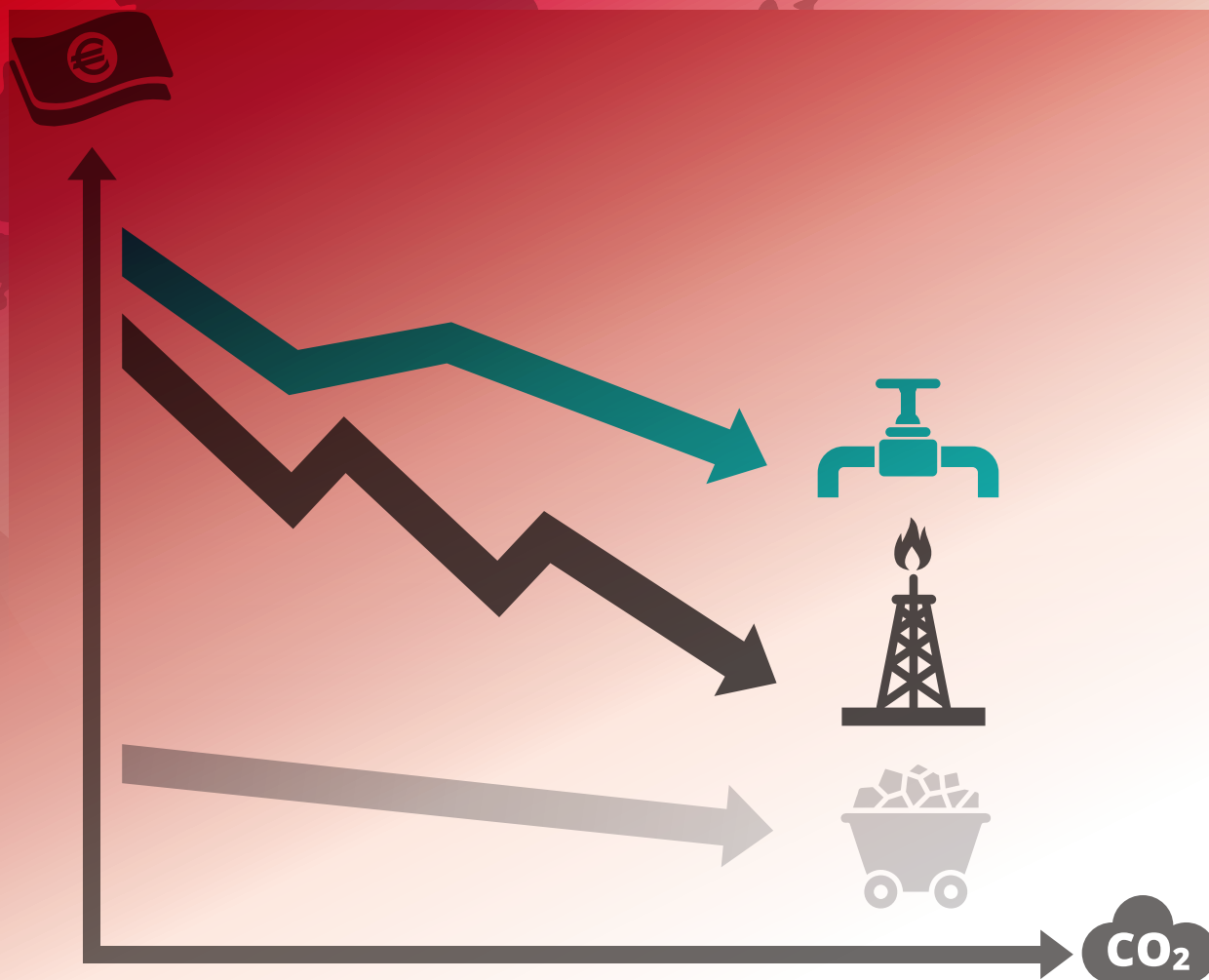


EXCLUSION DES ÉNERGIES FOSSILES : LES INVESTISSEURS PRÊTS À CHANGER DE MOTEUR ?



JUILLET 2021





Sommaire

| | |
|--|-----------|
| INTRODUCTION : De l'exclusion charbon à la sortie des énergies fossiles | 3 |
| Articuler exclusions et stratégies climat | 4 |
| Les exclusions et les engagements de neutralité carbone, dits « net zero » | 5 |
| Pratiques d'exclusion pour durcir ses engagements climatiques | 6 |
| Définir les seuils d'exclusions des entreprises liées au charbon | 6 |
| Élargissement des politiques d'exclusion | 6 |
| ● PRATIQUE n°1 : Exclusions quasi normatives, répandues en Europe du Nord | 7 |
| ● PRATIQUE n°2 : L'exclusion généralisée des énergies fossiles | 7 |
| ● PRATIQUE n°3 : Établir des listes d'entreprises en transition pour limiter les exclusions | 8 |
| ● PRATIQUE n°4 : L'exclusion liée à la gestion indicielle | 9 |
| ● PRATIQUE n°5 : Coupler engagement actionnarial et menace d'exclusion | 10 |
| Les entreprises le plus fréquemment exclues | 12 |
| Trois cas d'entreprises très exclues | 12 |
| Conclusion | 13 |

INTRODUCTION De l'exclusion charbon à la sortie des énergies fossiles

L'incompatibilité climatique de l'exploitation d'une grande partie des énergies fossiles est apparue clairement en 2015 avec l'Accord de Paris. Le mouvement d'exclusion des entreprises qui leur sont le plus étroitement liées a pris de l'ampleur dès ce moment-là. D'abord centrées uniquement sur le charbon, avec des seuils parfois peu contraignants, les politiques d'exclusion se sont progressivement affinées et étendues à d'autres combustibles fossiles. Certains investisseurs nordiques franchissent même le pas de l'exclusion complète.

Ce mouvement n'a jamais fait consensus. Contesté sur son efficacité en termes de réduction de gaz à effet de serre, il l'est aussi sur sa crédibilité de « décarbonation des portefeuilles » quand les seuils d'exclusion sont trop élevés. Début 2021, Larry Fink, PDG de BlackRock, a accusé les investisseurs pratiquant le désinvestissement d'écoblanchiment, mettant en avant la nécessité d'exercer une pression actionnariale pour pousser ces entreprises à faire leur transition énergétique. En pratique, l'exclusion des énergies fossiles répond à une double stratégie : anticiper sur les pertes de valeur du secteur en espérant que cela participera à sa stigmatisation et compliquera l'accès aux financements pour les entreprises. Enfin, l'exclusion n'occulte pas que les majors pétrolières cotées ne sont qu'une pièce du puzzle climatique, les deux tiers environ de la production mondiale étant le fait d'entreprises contrôlées par des États.

Pourtant, les ralliements récents d'investisseurs aux stratégies d'exclusion détaillées dans cette étude montrent que le secteur des énergies fossiles est en passe d'épuiser son crédit. Alors que l'essentiel des encours du secteur du charbon est désormais détenu par des institutions nord-américaines et asiatiques, comme l'a montré une récente étude de l'ONG spécialisée Urgewald, de plus en plus d'investisseurs européens se détournent du pétrole et du gaz pour continuer de réduire leur exposition aux risques de transition. Mis ensemble, les investissements en actions et obligations dans les secteurs les plus directement liés aux énergies fossiles (extraction et production d'électricité) représentent de l'ordre de 3% des portefeuilles d'actifs des assureurs de l'Espace Economique Européen, soit autour de 200 Mds€. Pour les fonds de pension des pays de l'OCDE, ce pourcentage se situe autour de 4%.

L'exclusion intégrée aux réglementations

L'exclusion des énergies fossiles a pris suffisamment d'ampleur pour que le parlement australien demande au régulateur financier local de trouver un moyen réglementaire d'empêcher que trop d'actionnaires ne désinvestissent des entreprises australiennes du secteur. Même son de cloche en Alberta au Canada, où le gouvernement local s'est indigné de la décision du fonds souverain norvégien d'exclure des sociétés du secteur des sables bitumineux en raison de « émissions inacceptables de gaz à effet de serre ». Aux États Unis, d'un côté, le Texas prépare une législation pour interdire aux fonds de pension locaux d'investir dans des institutions financières pratiquant le désinvestissement des énergies fossiles, pendant qu'à l'inverse, sur la côte Est, le Maine a récemment adopté une loi qui obligera le fonds de pension de l'État à se désinvestir des énergies fossiles.

Les pratiques d'exclusion

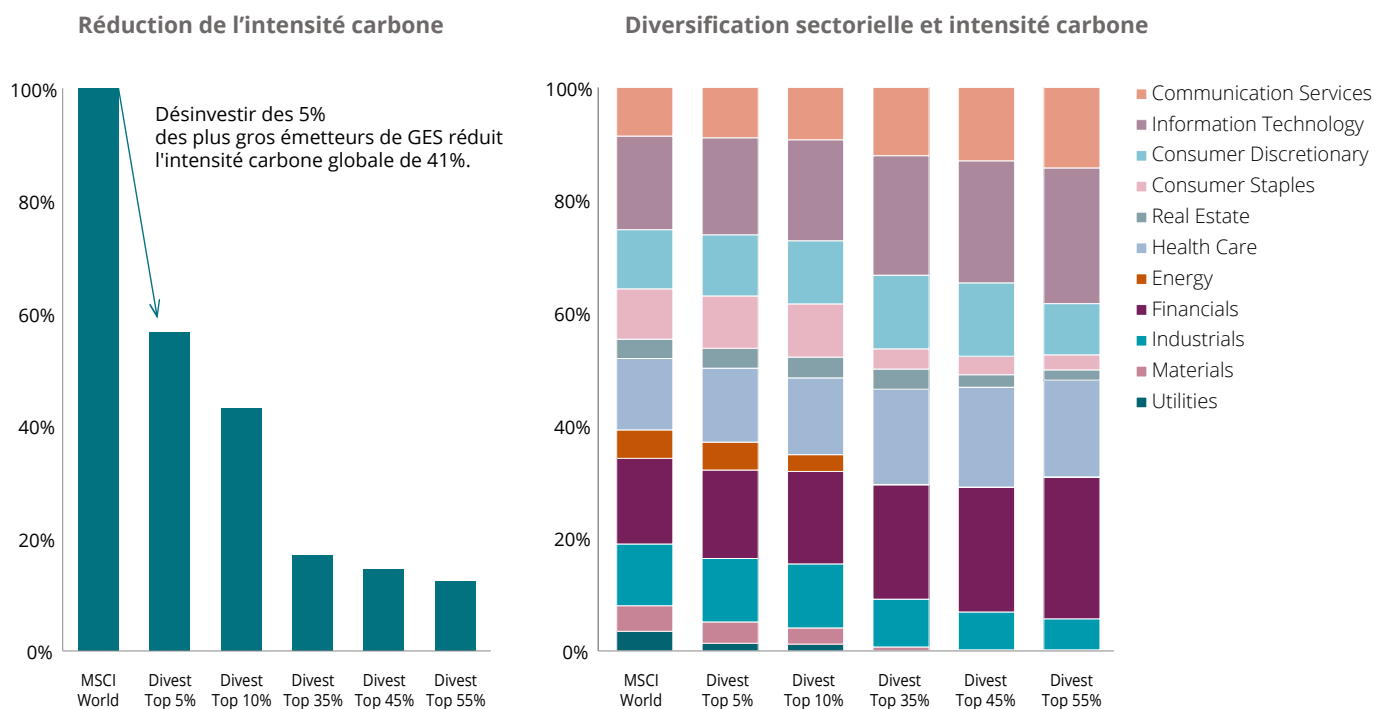
Elles sont de trois types :

- **L'exclusion normative** a pour but de protéger la réputation des investisseurs en n'étant pas associés à des pratiques controversées d'entreprises dont ils abiment la réputation en les excluant. Dans le cas des énergies fossiles, cette stratégie se concentre sur des sociétés développeuses de projets de pipelines portant atteinte aux droits des communautés indigènes.
- **L'exclusion éthique** vise pour sa part des secteurs mis au ban parce que sont considérés comme nuisibles pour des raisons morales ou religieuses. C'est la raison mise en avant par Bill Gates pour justifier de l'exclusion des énergies fossiles par son trust, alors que sa fondation dépense 3 milliards de dollars par an pour la santé publique.
- **L'exclusion sectorielle** répond à des impératifs plus environnementaux comme pour les OGM ou le nucléaire mais, dans le cas des énergies fossiles, elle est couplée à la logique de prévention de risques financiers liés à la dépréciation d'actifs du secteur.

Articuler exclusions et stratégies climat

L'exclusion ciblée appliquée aux secteurs les plus carbo-intensifs constitue souvent la première étape d'une stratégie de décarbonation de portefeuille (voir graphique). Désinvestir les émetteurs affichant la plus grande intensité carbone permet de faire baisser rapidement celle d'un portefeuille sans trop bouleverser la diversification sectorielle.

Effets de la décarbonation ponctuelle sur l'intensité carbone du portefeuille et la diversification sectorielle



Source: AXA Investment Managers, Rosenberg Equities, Trucost, MSCI, au 31 août 2019. Le graphique de répartition sectorielle s'appuie sur la classification GICS.

L'étape d'après consiste à définir des politiques sectorielles pour exclure les entreprises dont le niveau d'exposition à certaines énergies fossiles (charbon, énergies non-conventionnelles) est trop élevé pour être compatible avec un engagement d'alignement sur l'Accord de Paris. S'agissant du charbon, les investisseurs européens s'appuient progressivement sur le calendrier qui traduit l'impact de l'Accord de Paris sur le secteur (*voir ci-contre*).

Pour les autres énergies fossiles, à l'exception des sables bitumineux, l'analyse se fait le plus souvent au cas par cas, en tenant compte de divers « scénarios 2°C », des réserves d'hydrocarbures encore détenues par les entreprises, de leurs dépenses d'investissement consacrées à de nouveaux champs de production, de leurs émissions de méthane, ou encore de leurs activités de lobbying anti-régulation (*voir page 10*).

Calendrier de sortie du charbon en application de l'Accord de Paris

- D'ici à 2030 dans les pays de l'OCDE et les pays européens, et d'ici 2040 au plus tard ailleurs
- Tarissement des services financiers aux entreprises qui développent ou prévoient d'étendre leurs activités de charbon thermique

L'ONG Reclaim Finance, via son outil Coal Policy Tool où 500 institutions financières sont déjà notées sur leur politique d'investissement et de financement, les incite à s'engager à abaisser progressivement leurs seuils d'exclusion pour les ramener à zéro afin de respecter ce calendrier.

Les exclusions et les engagements de neutralité carbone, dits « net zero »

L'accélération de la mise en place de stratégies climat par les investisseurs s'est traduite par la création de cadres communs fournis par des initiatives collaboratives. Elles aident à définir la « trajectoire carbone » de son portefeuille et ses principaux leviers d'actions. Le niveau d'incitation à l'exclusion ou au désinvestissement des principales alliances et initiatives est variable.

| Nom | Paris Aligned Investment Initiative (IIGC) - Net-Zero Investment Framework | Net-Zero Asset Owner Alliance - Target Setting Protocol | Science Based Targets initiative - Cadre pour les institutions financières |
|---|--|---|---|
| Type | <ul style="list-style-type: none"> ● Protocole d'alignement des portefeuilles ● Recommandations de haut niveau | <ul style="list-style-type: none"> ● Protocole d'alignement des portefeuilles ● Cadre de cibles à atteindre ● Engagement d'actions | <ul style="list-style-type: none"> ● Référentiel de cibles à atteindre |
| Position sur le désinvestissement et les exclusions | <p>Le désinvestissement de certaines entreprises ou les exclusions énergétiques peuvent être décidées pour les raisons suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> ● En lien avec l'évaluation des risques financiers liés au changement climatique ● Comme la conséquence d'une politique d'engagement qui a échoué ● Motivée par l'incapacité de l'entreprise à adopter une stratégie crédible de transition vers la neutralité carbone. <p>Les nouveaux investissements doivent enfin bannir les entreprises qui investissent dans des nouvelles capacités de charbon thermique ou les sables bitumineux.</p> | <p>Pas d'exigence directe de politique d'exclusion des énergies fossiles mais des lignes directrices strictes vis-à-vis des entreprises pour l'alignement de leur stratégie de transition avec le « budget carbone restant » pour s'aligner sur l'Accord de Paris.</p> <p>Un premier document sur le charbon thermique a été publié en 2020. D'autres devraient suivre sur les sables bitumineux et l'exploitation d'hydrocarbures dans l'Arctique.</p> | <p>Les institutions financières sont incitées à sortir du charbon pour s'aligner avec un calendrier de sortie totale en 2030. Elles ont six mois pour le faire après approbation de leur <i>Science-Based Target</i> (SBT) pour institution financière.</p> |
| Autres recommandations pour les secteurs liés à l'énergie | <p>Objectif minimum de 70% des émissions financées par le portefeuille dans les secteurs à fort impact climat attribuables :</p> <ul style="list-style-type: none"> ● soit à des entreprises considérées alignées sur une trajectoire de neutralité carbone ● soit à des entreprises sujettes à un engagement actionnarial direct | <p>Les énergies fossiles et la production d'électricité font partie des secteurs prioritaires pour la formulation de « Sector Targets » devant refléter les exigences de réduction des émissions dans les secteurs les plus émetteurs. Ces <i>targets</i> visent aussi à limiter l'exposition aux actifs échoués et à orienter les capitaux vers les bons élèves « climat » au sein d'un secteur.</p> | <p>Objectifs visant le portefeuille de producteurs d'électricité, dont : trajectoire de décarbonation convergeant vers l'intensité carbone sectorielle définie par la méthodologie Sectoral Decarbonization Approach (SDA), et objectif 2040 de 100% des émetteurs en portefeuille couverts par une SBT validée. Le secteur Oil & Gas est en attente de cadre méthodologique (prévu en 2021).</p> |

Pratiques d'exclusion pour durcir ses engagements climatiques

Définir les seuils d'exclusions des entreprises liées au charbon

Ces pratiques se sont grandement structurées depuis 2015. La liste GCEL (Global Coal Exit List), administrée par l'ONG allemande Urgewald, est la référence. Elle comprend non seulement les sociétés minières extractrices de charbon thermique et les producteurs d'électricité au charbon, mais également les entreprises impliquées dans l'exploration du charbon, le traitement du charbon, le commerce du charbon, le transport et la logistique du charbon, la fabrication d'équipements pour le charbon, les services d'exploitation et de maintenance liés au charbon et la conversion du charbon en liquides. Au total, près de 950 entreprises et 1 800 filiales y figurent.

La liste est construite sur trois types de critères : des seuils relatifs, des seuils absolus, et des critères d'expansion. En pratique, les 400 institutions financières utilisatrices de cette liste selon Urgewald n'appliquent pas toutes l'intégralité des critères, ce qui explique la variabilité des politiques d'exclusion. En outre, certaines exclusions peuvent ne viser que les nouveaux investissements et non les investissements existants. Le tableau ci-dessous montre les pratiques variables d'exclusion des 16 plus grandes sociétés de gestion françaises en termes d'encours qui disposaient d'une politique publique de sortie du charbon thermique en vigueur au 31 juillet 2020.

| Type d'acteur | Critère | Nombre d'investisseurs | Seuil min. observé | Seuil max. observé | Commentaire | Seuil GCEL actuel |
|---------------------------|---|------------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---|
| Tous | Poids du charbon thermique dans le chiffre d'affaires (en %) | 15 | 10% | 50% | Seuil relatif | 20% |
| | Entreprise développant des projets liés au charbon (centrales, projets miniers et d'infrastructures). | 6 | 300 MW | 3 000 MW | Critère d'expansion | 300 MW (électricité) et 1 Mt (extraction) |
| Sociétés minières | Production de charbon thermique (millions de tonnes extraites) | 8 | 10 Mt | 100 Mt | Seuil absolu | 10 Mt |
| Producteurs d'électricité | Capacité de production d'électricité issue du charbon (en GW) | 3 | 5 GW | 10 GW | Seuil absolu | 5 GW |
| | Part d'électricité issue du charbon (en % de la production ou de la capacité installée) | 9 | 20% | 30% | Seuil relatif | 20% |

Source : Rapport commun ACPR-AMF - Les engagements climatiques des institutions financières françaises (Déc. 2020) réalisé en intégrant la liste GCEL

Élargissement des politiques d'exclusion

A partir de 2017, les investissements dans les entreprises spécialistes des sables bitumineux et le forage dans l'océan l'Arctique ont fait l'objet d'une attention renforcée pour leurs nuisances climatiques. Les sables bitumineux sont en effet l'une des sources de pétrole les plus émettrices de carbone sur leurs scope 1 & 2 (émissions générées pendant l'extraction et la préparation de la matière première destinée au raffinage), et la rentabilité de leur exploitation dépend d'un prix du baril élevé. Le forage de pétrole ou de gaz dans l'océan Arctique pose pour sa part des risques de fuite plus importants que l'exploration conventionnelle, et peut avoir des répercussions irréversibles sur l'écosystème arctique et les populations autochtones de la région.

PRATIQUE n°1 : Exclusions quasi normatives, répandues en Europe du Nord

Comme le montre une étude¹ de Robeco de 2020 consacrée aux 10 plus grands fonds de pension des quatre pays nordiques et des Pays-Bas, la publication de listes d'exclusions est déjà très commune au Danemark, en Suède et aux Pays-Bas, et le charbon et les sables bitumineux y figurent en bonne place. S'agissant des sables bitumineux, le seuil de chiffre d'affaires retenu pour l'exclusion se situe en général à 25 ou 30%, ce qui conduit à exclure une dizaine d'entreprises. Les gestionnaires d'actifs domiciliés dans ces régions adoptent les mêmes listes et les publient. On pourra citer DnB AM, NN IPP, Nordea AM ou encore Robeco.

La portée de ces stratégies reste toutefois limitée puisque le charbon et les non-conventionnels ne représentent qu'une toute petite partie des investissements dans les énergies fossiles. Une étude² statistique menée par la Banque de France évalue cette exposition à 15 milliards d'euros sur plus de 500 milliards d'actifs « fossiles » détenus à l'échelle européenne par les sociétés de gestion, les investisseurs institutionnels et les banques.

PRATIQUE n°2 : L'exclusion généralisée des énergies fossiles

Elle est encore très minoritaire et surtout mise en pratique par des investisseurs religieux et quelques institutions financières nordiques de taille intermédiaire. Leurs politiques d'exclusion ne font aucune distinction de part minimum de chiffre d'affaires selon les types de combustible fossiles. C'est le cas des suédois Swedbank Robur (société de gestion) et AP1 (fonds de pension), du fonds souverain irlandais (ISIF), ou encore de SPP, la filiale suédoise du gestionnaire d'actifs norvégien Storebrand AM. Ce dernier n'exclut « que » 136 entreprises du charbon, des sables bitumineux ou pratiquant le lobbying anti-climat mais sa filiale SPP en exclut 502 dès lors qu'elles tirent plus de 5% de leur chiffre d'affaires de la production et la distribution d'énergie fossile ou détiennent plus de 100 millions de tonnes de CO2 dans leurs réserves d'hydrocarbures.

Leurs motivations sont aussi bien les attentes des clients, puisque les épargnants scandinaves sont très en demande de « fossil free funds », que les risques financiers générés par un secteur dont l'activité est majoritairement incompatible avec l'Accord de Paris. Tout en annonçant sa sortie graduelle, AP1 a fait réaliser une étude empirique d'impact financier sur ses mandats d'obligations d'entreprises « high yield » et d'actions sur les marchés émergents. Elle a conclu que le remplacement des entreprises exclues par d'autres présentant les mêmes caractéristiques de diversification ne produit aucun changement dans le profil de risque ou de rendement. Enfin, la décision du fonds souverain irlandais, en application du *Fossil Fuel Divestment Act* voté en 2018 par le parlement local et qui fixe le seuil d'exclusion à 20%, émane d'une volonté de « retirer l'argent public » des énergies fossiles pour s'aligner sur l'Accord de Paris.

À mi-chemin de ces approches, le fonds souverain norvégien (NBIM) et l'Ircantec ont entériné l'exclusion des actions et obligations des entreprises de « l'upstream pétrolier » (entreprises spécialisées du secteur pétrole et gaz, au sens des indices boursiers). Cela n'inclut pas encore les majors pétrolières, sauf pour l'Ircantec qui y intègre les entreprises dont les dépenses d'investissement sont incompatibles avec une stratégie 2°C.

Au Royaume-Uni, les ONG mettent la pression sur les fonds de pension

Les Amis de la Terre ont lancé dès 2015 une campagne pour alerter sur les investissements dans les énergies fossiles des régimes de retraite des communes (Local Government Pensions). Cette campagne, baptisée « Divesting to protect our pensions and the planet », s'est intensifiée en 2021 en utilisant l'argument environnemental mais aussi financier, arguant que ces fonds de pensions ont déjà perdu 2,3 Mds € au cours des 4 dernières années via leurs investissements dans les énergies fossiles. Considérant que leur taille modeste (environ 400 milliards d'euros) ne leur permet pas un dialogue actionnarial actif, l'ONG les appelle à une sortie du secteur « pendant qu'il est encore temps », s'appuyant sur plusieurs avis juridiques rendus au Royaume-Uni pour écarter l'argument de l'incompatibilité entre désinvestissement et responsabilité fiduciaire. Pour l'instant, Guy Opperman, le Secrétaire parlementaire aux pensions, s'est aligné sur la position de BlackRock expliquant que l'exclusion entraverait les efforts de lutte contre le changement climatique, allant même jusqu'à qualifier le désinvestissement d'écoblanchiment inversé (« reverse greenwashing »).

¹ Comparing ESG policies of pension funds in the Nordics and Netherlands, Robeco (Nov. 2020)

² Showing off cleaner hands: mandatory climate-related disclosure by financial institutions and the financing of fossil energy

PRATIQUE n°3 : Établir des listes d'entreprises en transition pour limiter les exclusions

L'abaissement graduel des seuils d'exclusion à 5% (cf. Pratique n°2) conduit à une forte hausse du nombre d'entreprises ciblées. Parmi plusieurs centaines de noms peuvent alors se retrouver des entreprises que les investisseurs considèrent comme motrices de la transition énergétique mais dont une partie des actifs fonctionnant aux énergies fossiles (*legacy assets*) est encore en opération. Afin de ne pas s'interdire de conserver ces entreprises ou de continuer à les soutenir, plusieurs investisseurs, tous scandinaves, ont mis au point leurs propres critères afin de définir les entreprises pouvant faire l'objet d'une exception à la politique d'exclusion. Apparaissent ainsi des « listes de transition ».

Méthodologies de construction des listes de transition

Les critères retenus reposent en majorité sur la notation de la *Transition Pathway Initiative* (TPI), soutenue à ce jour par 105 investisseurs représentant 26 000 milliards de dollars sous gestion. Elle est basée d'une part sur l'évaluation de la qualité de la gestion des émissions de gaz à effet de serre par les directions d'entreprises (*GHG Management Quality*), et d'autre part sur une évaluation de leurs performances carbone au regard des objectifs et engagements fixés par l'accord de Paris (*Carbon Performance*). Les analyses de la TPI, accessibles librement, se déclinent en 17 secteurs, dont 4 concernent directement les énergies fossiles (*Coal Mining, Electricity Utilities, Oil & Gas, Oil & Gas Distribution*). Sur 168 entreprises notées dans ces 4 secteurs en juin 2021, seules 12 obtenaient la meilleure note selon les deux évaluations, un chiffre qui monte à 22 si l'on inclut également les entreprises au niveau 3 sur la qualité du management de leur transition (notée de 0 à 4).

Les listes de transition peuvent aussi être élaborées à partir des travaux de la Science-Based Targets Initiative (SBTi) qui permet aux investisseurs de s'appuyer sur une validation extérieure des engagements climat pris par les entreprises comparativement aux trajectoires sectorielles d'émissions de gaz à effet de serre compatibles avec l'Accord de Paris. Elle fait le distinguo entre les entreprises dont l'objectif de réduction est en cours d'élaboration (« Committed ») et celles ayant obtenu la validation scientifique de ces objectifs par l'initiative (« Targets set »). Trois secteurs couverts sont pertinents dans le cadre de cette étude : *Electric Utilities & IPP & Energy Traders, Gas Utilities, et Oil & Gas*. Seuls les objectifs validés sont retenus pour construire les listes de transition, ce qui ne concernait que 27 entreprises de ces secteurs à fin juin 2021.

| Investisseur | Nom de la liste | Nombre d'entreprises repêchées | Critères pour la liste de transition | Critères d'exclusion des énergies fossiles |
|------------------|---------------------------------------|--------------------------------|--|--|
| Swedbank Robur | Green list | 3 | Activités dans les énergies fossiles non majoritaires, 0€ de chiffre d'affaires dans les énergies fossiles non conventionnelles, objectif ou engagement d'alignement « 2°C » jugé crédible | <ul style="list-style-type: none"> ● C.A. > 5% pour le charbon le pétrole, et l'extraction de gaz. ● C.A. > 50% pour le reste de la chaîne de valeur du gaz ● C.A. > 50% pour les services |
| Länsförsäkringar | Climate Smart Vision | 13 | Entreprises dont entre 5 et 20% du C.A. vient de la production d'électricité à partir de charbon si l'un des critères suivants est vérifié : <ul style="list-style-type: none"> ● SBT approuvée ou alignement avec un scénario 2°C en 2030 selon TPI ● Part du C.A. électricité renouvelable qui dépasse celle du C.A. électricité fossile | <ul style="list-style-type: none"> ● C.A. > 5% pour le charbon et les énergies fossiles non-conventionnelles. ● C.A. > 50% pour les énergies fossiles conventionnelles ● Majors pétrolières non réceptives au dialogue |
| Nordea AM | PAFF list (Paris-Aligned Fossil Fuel) | 163 (filiales incluses) | Evaluation de la « <i>Carbon Performance</i> » selon TPI alignée 2°C ou moins ET note « <i>Management Quality</i> » de 3 ou 4 (noté de 0 à 4). Si l'entreprise n'est pas évaluée par TPI, des données comme la note CDP peuvent être utilisées. | <ul style="list-style-type: none"> ● C.A. > 5% pour les énergies fossiles conventionnelles ● C.A. > 0% pour les non-conventionnelles ● C.A. > 50% pour les services parapétroliers (Seuils appliqués à env. 60% des encours) |

Articuler exclusions et investissement dans les obligations vertes

Les green bonds sont souvent mises en avant par les émetteurs et les investisseurs sous l'angle de leur contribution au financement de la transition bas-carbone. Pour garantir l'intégrité environnementale de ce produit financier, les émetteurs s'engagent à faire la transparence sur l'allocation des montants collectés et à ne financer que des projets relevant d'une taxonomie verte. Ce principe de séparation entre l'activité de l'émetteur (qui peut relever du champ des exclusions) et la nature des projets financés ouvre la possibilité de formuler des exceptions.

Les obligations vertes ainsi « repêchées » doivent en général respecter un cadre d'éligibilité spécifique construit pour juger de la contribution de l'obligation au financement de la transition de l'émetteur. Peu d'entreprises des énergies fossiles se sont jusqu'à présent aventurées sur le marché des green bonds, à l'exception notable de Repsol en 2017. Depuis, celles qui souhaitent émettre des obligations « durables » choisissent plutôt le format « Sustainability-Linked Bond » qui permet de s'aligner sur des objectifs globaux de développement durable. C'est notamment le cas de l'italien Enel ou de l'américain NRG Energy. On observera enfin que plusieurs sociétés de gestion, dont Amundi et Axa IM, ont révélé fin 2020 avoir désinvesti de l'obligation verte émise par la State Bank of India en raison de l'implication de la banque dans l'octroi d'un prêt à Adani Enterprises, l'un des géants indiens du charbon, particulièrement controversé pour le projet d'exploitation Carmichael en Australie qui menace la grande barrière de corail.

PRATIQUE n°4 : L'exclusion liée à la gestion indicielle

Dans le cadre de son plan d'action sur la finance durable, la Commission européenne a lancé deux indices de référence sur le climat, souvent désignés par leurs acronymes : PAB, pour *Paris-Aligned Benchmark*, et CTB, pour *Climate Transition Benchmark*. Ils servent de référence aux investisseurs qui veulent aligner leur gestion indicielle sur leurs politiques climat mais seule le plus exigeant conduit à une politique stricte d'exclusion des énergies fossiles.

Benchmark aligné sur l'Accord de Paris

Le *Paris-Aligned Benchmark*, construit pour lier sa trajectoire de baisse d'intensité carbone au respect des objectifs de l'Accord de Paris, est le plus ambitieux des deux. Il s'appuie sur deux principes :

- une réduction initiale (de 50%) de l'intensité carbone de l'univers d'investissement combinée à une réduction annuelle de 7% au niveau de l'indice
- des seuils maximums de chiffre d'affaires en lien avec le charbon, le pétrole et le gaz, qui gouvernent quelles entreprises du secteur des énergies fossiles et de la production d'électricité peuvent composer l'indice (voir ci-après).

Règles d'exclusion de l'indice PAB
(% du chiffre d'affaires
pour chaque entreprise)

- extraction, distribution et transformation de charbon (1%)
- extraction, distribution et transformation de pétrole (10%)
- extraction, fabrication et distribution de gaz (50%)
- production d'électricité à une intensité carbone dépassant 100gCO₂/kWh (50%)

Deux institutions financières ont annoncé avoir adopté les règles d'exclusion dites PAB à l'échelle de la majorité de leur portefeuille d'investissements. Il s'agit, d'une part, du fonds de pension suédois AP2, et d'autre part, de la Banque de France pour ses portefeuilles d'actifs adossés à ses fonds propres et à ses engagements de retraite. AP2, qui détient 36 Mrds€ d'encours sous gestion et applique les règles PAB sur environ 20 Mds€, a précisé, en décembre 2020, que l'adoption de ces exclusions l'avait conduit à placer 250 entreprises sur sa liste de désinvestissements. S'agissant de la Banque de France, ces nouvelles exclusions, non liées à de la gestion indiciaire, s'appliqueront à partir de 2024, en complément de règles visant déjà le charbon et les hydrocarbures non conventionnels. Le seuil sur la production d'électricité n'a pas été retenu.

Les pourcentages que retient l'indice PAB conformément aux recommandations du groupe technique d'expert mandaté par la Commission européenne conduisent à exclure une majorité des sous-secteurs des énergies fossiles, n'épargnant que quelques sociétés dont le gaz représente un part minoritaire de l'activité. La règle concernant la production d'électricité (qui reprend le seuil de 100gCO₂/kWh formulé dans la Taxonomie) amène également à exclure un grand nombre d'énergéticiens diversifiés, alors que la moyenne européenne se situait à 296gCO₂/kWh selon la dernière étude de PwC sur le facteur carbone européen. Des ONG comme Reclaim Finance estiment néanmoins que les critères d'exclusion de cet indice doivent être renforcés en visant spécifiquement les hydrocarbures non-conventionnels et les entreprises qui développent de nouveaux projets d'exploration/exploitation d'hydrocarbures ou des projets de production d'électricité à partir de charbon.

Exclure des obligations souveraines sur des critères climatiques

Encore peu exploré, le levier d'alignement « 2°C » des portefeuilles via l'exclusion de certaines obligations souveraines a été actionné fin 2019 par la Banque centrale suédoise (Riksbanken). Elle a révélé avoir cédé les obligations qu'elle détenait émises par l'Alberta, état canadien, et le Queensland et l'Australie Occidentale, provinces australiennes, au motif que leurs émissions de gaz à effet de serre par habitant sont parmi les plus élevées du monde. Pour l'Alberta, le secteur des énergies fossiles représente environ un quart du PIB et il faut souligner que la récente annulation du pipeline Keystone XL lui coûtera autour de 1,3 milliard de dollars.

PRATIQUE n° 5 : Coupler engagement actionnarial et menace d'exclusion

Certains grands investisseurs préfèrent utiliser le désinvestissement comme arme ultime quand le dialogue a échoué. C'est le cas notamment d'Aviva Investors et de CNP Assurances qui ont adopté, début 2021, une stratégie d'engagement ciblé auprès de respectivement 30 et 8 entreprises très émettrices. Extrêmement précis dans leur formulation, ces investisseurs veulent obtenir davantage de transparence et surtout des engagements de réduction des émissions de gaz à effet de serre incluant le scope 3. Outre la formulation d'objectifs de transition vers la neutralité carbone, idéalement dans le cadre de l'initiative Science-Based Targets, ces investisseurs exigent un alignement des politiques de lobbying des entreprises sur l'Accord de Paris. Tous deux intègrent une possible escalade à travers des mesures graduées, notamment en assemblée générale, « l'ultime sanction étant le désinvestissement ».

Au Royaume-Uni, Legal & General Investment Management (LGIM, 58 Mds£ sous gestion) a déjà franchi le pas du désinvestissement après un engagement actionnarial infructueux. Le gérant indiciaire britannique s'appuie sur une notation interne de plus de 1000 entreprises (le *Climate Impact Pledge score* qui est disponible sur son site) pour définir ses cibles. En 2021, LGIM a déclaré avoir sanctionné le management à 130 assemblées générales d'entreprises, et avoir exclu PPL Corporation, qui exploite des centrales charbon et à gaz. En 2020, c'est ExxonMobil, KEPCO et Rosneft qui avaient été désinvesties.

Pratiques d'exclusion pour durcir ses engagements climatiques

Les investisseurs pratiquant cette forme d'ultimatum surveillent l'adoption par les entreprises ciblées d'objectifs de neutralité carbone. LGIM comptabilise ainsi 13 entreprises ayant fait la démarche sur les 58 qui composent sa liste prioritaire. Aviva Investors relève qu'en 2020, « Shell, Repsol, Total, ENI, Equinor et Woodside Petroleum se sont engagés vers l'objectif de neutralité carbone en 2050 ».

Ces positions offrent un « répit » provisoire au secteur pétrolier. Il était jusqu'à présent le principal secteur à ne pas encore disposer de cadre méthodologique propre pour l'adoption de *Science-Based Targets*. Sa publication, annoncée pour 2021, devrait permettre aux investisseurs de challenger plus précisément les objectifs que se fixe le secteur des énergies fossiles.

Les fonds de pension suédois AP peinent à convaincre sur l'engagement actionnarial

Les ONG décrient souvent cette stratégie considérée comme trop lente et produisant difficilement des résultats tangibles. Les fonds de pension suédois AP (environ 200 Mds€ au total dont 1,5Md investi dans 66 des 200 plus grandes entreprises des énergies fossiles) ont ainsi été attaqués en mars 2021 par la Société suédoise de protection de la nature (Naturskyddsforeningen). Son analyse s'est concentrée sur les entreprises ciblées par la coalition Climate Action 100+, à laquelle participent les fonds AP. L'étude des statistiques de vote confirme que les fonds AP ont majoritairement apporté leur soutien aux 19 résolutions climat aux assemblées générales des 19 entreprises ciblées en 2020. En revanche, après 4 ans d'exercice, Naturskyddsforeningen conclut à la portée limitée de l'action de cette coalition. Au regard de l'état d'avancement climatique des secteurs clefs (voir la notation du *Net Zero Company Benchmark* ci-après), l'ONG estime que le désinvestissement resterait plus efficace pour le secteur pétrolier tout en concentrant les efforts sur les énergéticiens diversifiés.

| Secteur | Ambition de neutralité carbone en 2050 ou avant | | Objectifs intermédiaires 2020-2025 | Objectifs intermédiaires 2026-2035 | Objectifs intermédiaires 2036-2050 |
|---------------------------|---|-------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| | Dont émissions de scope 1 & 2 | Dont scope 3 | | | |
| Oil & Gas | 15/41 | 3/41 | Partiels : 25 Non : 16 | Oui : 1 Partiels : 21 Non : 19 | Oui : 2 Partiels : 15 Non : 24 |
| Energéticiens diversifiés | 21/30 | 2/16 (non applicable : 14) | Partiels : 9 Non : 7 | Oui : 4 Partiels : 10 Non : 2 | Oui : 2 Partiels : 13 Non : 1 |

Source : Net Zero Company Benchmark, CA100+. Données à fin janvier 2021

Les entreprises le plus fréquemment exclues

Pour repérer les entreprises le plus souvent exclues dans le cadre des stratégies d'exclusion climat, Novethic a compilé 30 listes d'exclusion d'investisseurs européens, dont 22 sont signataires de l'initiative Climate Action 100+.

Ce tableau des entreprises en tête des listes d'exclusion les répartit en quatre catégories avec le nombre d'investisseurs qui refusent d'y investir.

| Énergéticiens européens exclus | | Compagnies pétrolières exclues | | Entreprises des sables bitumeux exclues | | Entreprises ciblées par CA100+ les plus exclues par ses signataires | |
|--------------------------------|----|---|----|---|----|---|----|
| PGE | 18 | Phillips 66 | 12 | Canadian Natural Resources | 26 | Coal India, Suncor Energy, Canadian Natural Resources | 18 |
| RWE | 11 | ConocoPhillips | 12 | Suncor Energy | 26 | Imperial Oil | 17 |
| CEZ | 10 | ExxonMobil | 11 | Cenovus Energy | 25 | NTPC | 14 |
| PPC | 8 | Occidental Petroleum, Marathon Petroleum, Lukoil, Chevron, Repsol | 8 | Imperial Oil | 24 | PPL Corp, PGE, Bumi Resources | 12 |
| Enel, Uniper | 7 | | | MEG Energy | 21 | Enbridge | 11 |

Parmi les entreprises exclues par au moins 10 investisseurs du panel (109 entreprises), seules 9 entreprises ont une performance carbone jugée par *Transition Pathway Initiative* comme alignée sur la trajectoire de 2°C fixée par l'Accord de Paris, et seules 4 peuvent faire valoir un objectif *Science Based Targets* approuvé.

Panel d'investisseurs : Cet aperçu se base sur un échantillon de 30 investisseurs (essentiellement des fonds de pension et des gestionnaires d'actifs), dont les listes d'exclusion sont publiques et dont la taille d'actifs dépasse 10 Mds€.

Fonds de pension : AP Pension, AP7, APG, ATP, Danica/Danske Invest, Industriens Pension, KLP, Lærernes Pension, Länsförsäkringar, PFA, PFZW (ex PGGM), PGB, PKA, Pplus, Rabobank Pensioenfonds, UWW, Velliv. Gestionnaires d'actifs : Achmea IM, AEGON AM, DNB AM, LGIM, NN IP, Nordea AM, Robeco, SEB IM, Skandia, Storebrand, Swedbank Robur. Fonds souverains : ISIF, NBIM

Trois cas d'entreprises très exclues

- **ExxonMobil :** Parmi les majors pétrolières, ExxonMobil est jugée comme la plus en retard sur la transition énergétique. Elle a essuyé un revers en mai 2021 lorsque le fonds activiste Engine n°1 est parvenu à faire élire trois de ses candidats comme administrateurs au conseil d'administration de l'entreprise.
- **RWE :** L'énergéticien allemand, qui exploite selon la GCEL des centrales charbon d'une capacité de 14 GW, figure parmi les plus gros émetteurs de CO2 en Europe et vise une sortie du charbon en 2038. L'entreprise est un cas d'école, puisqu'elle réclame des compensations financières à l'Etat néerlandais pour son calendrier de sortie du charbon, mais a aussi fait valider sa stratégie *Science-based Target* à horizon 2030.
- **Enbridge :** La société canadienne est spécialisée dans le transport et la distribution d'énergies fossiles, via notamment un réseau de 28 000 kilomètres d'oléoducs et gazoducs en Amérique du Nord. Elle a aussi investi dans 5 GW de production d'énergie renouvelable, dont les premiers champs d'éoliennes offshore au large des côtes normandes.

| Exclusion Oui/Non | Exxon | RWE | Enbridge |
|--|--------------------------------------|---|---|
| Pratique n°1 Exclusions du charbon et des sables bitumeux | Non | Oui, dans la plupart des cas. L'entreprise dépasse les seuils absolus et relatifs fixés par la <i>Global Coal Exit List</i> | Non si la distribution de pétrole et gaz n'est pas concernée |
| Pratique n°2 Exclusion sectorielle quasi-complète | Oui | Oui | Dépend de l'inclusion des pipelines dans le périmètre d'exclusion |
| Pratique n°3 Exclure avec des exceptions | Oui (notée « non alignée » par TPI) | Oui/Non en fonction des critères retenus. Réintégration probable via la SBT validée | Oui/Non en fonction des critères |
| Pratique n°4 Règles d'exclusion du PAB | Oui | Oui | Oui |
| Pratique n°5 Dialoguer avant d'exclure | Très probable. Déjà exclue par LGIM. | Incertain. Objectif de neutralité carbone adopté mais notée C- par InfluenceMap sur le lobbying | Probable. Mal notée par TPI (Management Quality) |

Conclusion

D'abord concentrées sur le charbon, les pratiques d'exclusion et de désinvestissement connaissent une véritable accélération. La volonté des investisseurs d'aligner les émissions de gaz à effet de serre de leurs portefeuilles avec l'Accord de Paris côtoie celle de diminuer leur exposition financière globale aux risques de transition via la sortie d'un ou plusieurs secteurs.

Les exclusions sont désormais acceptées comme pratique de gestion financière et s'invitent dans tous les secteurs des énergies fossiles, allant même jusqu'à l'exclusion totale chez certains investisseurs nordiques.

Cette étude répertorie les cinq principales pratiques d'exclusions :

- L'exclusion du charbon graduellement couplée avec celle des énergies fossiles non conventionnelles comme les sables bitumineux,
- L'exclusion globale de toutes les énergies fossiles,
- L'établissement de listes dérogatoires pour les entreprises adoptant des politiques de transition ambitieuse,
- La menace de l'exclusion pour donner plus d'impact à une stratégie d'engagement actionnarial et enfin,
- L'adoption de règles d'exclusion mises en place pour des indices climat.

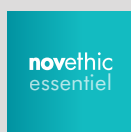
Les conséquences sur les portefeuilles de chaque approche s'appréhendent en analysant les cadres techniques et scientifiques utilisés pour les mettre en œuvre. En pratique, le nombre d'entreprises exclues peut varier d'une dizaine à plusieurs centaines, en fonction de la taille de l'univers d'investissement initial mais surtout de la sélectivité des critères. Cette étude propose une analyse statistique des listes d'exclusion rendues publiques, le plus souvent par de grands investisseurs d'Europe du Nord et des Pays-Bas. Pour l'illustrer, les entreprises ont été classées en plusieurs catégories : utilities électriques, compagnies pétrolières, entreprises des sables bitumineux.

Signe que ces pratiques prennent de l'ampleur, la part du marché secondaire dans les ventes d'actions du secteur Oil & Gas est passée de 6 à 78% entre 2016 et 2019, selon une note publiée en mars 2021 par Carbon Tracker Initiative.

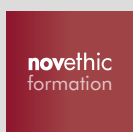
NOVETHIC, L'ACCELERATEUR DE TRANSFORMATION DURABLE DU GROUPE CAISSE DES DEPOTS.

Informer, **former** et **susciter** l'action des acteurs financiers, des entreprises et des citoyens est notre mission.

À la croisée des stratégies de finance durable et des pratiques de responsabilité sociétale des entreprises, Novethic déploie ses expertises – **média, recherche, audit et formation** - pour permettre aux professionnels de relever les défis de la transformation durable.



Retenez l'Essentiel de l'actualité finance durable et anticipez les impacts sur vos métiers



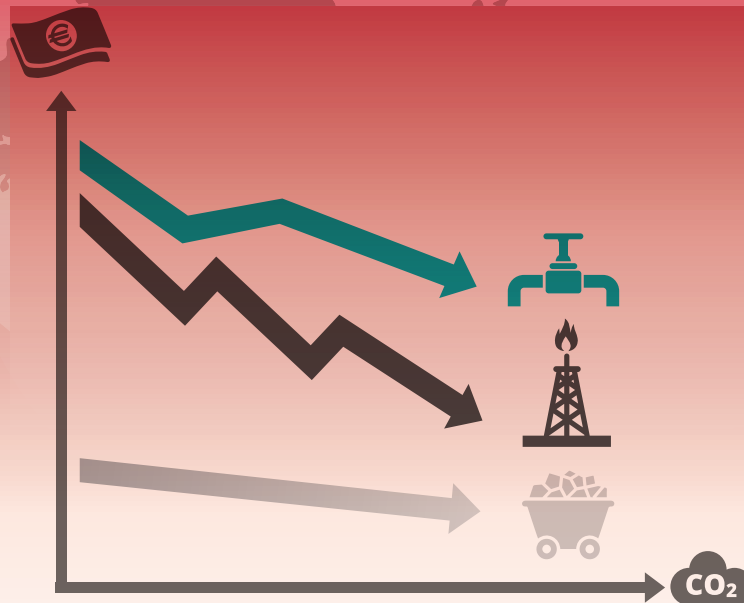
Montez en compétences et maîtrisez les enjeux, pratiques, réglementations de la finance durable



Rejoignez les investisseurs engagés pour accélérer la transformation durable

Retrouvez toute notre actualité, études, analyses de marché, briefs réglementaires et décryptages sur [novethic.fr](https://www.novethic.fr)

EXCLUSION DES ÉNERGIES FOSSILES : LES INVESTISSEURS PRÊTS À CHANGER DE MOTEUR ?



Une étude réalisée par Nicolas Redon, expert finance verte de Novethic
sous la supervision d'Anne-Catherine Husson-Traore