



Rapport 2023 – Exercice clos au 31 décembre 2022

sur les modalités de prise en compte des critères relatifs au respect d'objectifs environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance et les moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique

(article 29 de la loi n°2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat)

Introduction

La CAVOM est la caisse de retraite et de prévoyance des officiers ministériels, des officiers publics et des compagnies judiciaires. Elle est l'une des sections professionnelles de l'organisation autonome d'assurance vieillesse des professions libérales.

Elle gère trois régimes obligatoires :

- Un régime de retraite de base, commun à tous les professionnels libéraux (hors avocats), par délégation de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL) ;
- Un régime de retraite complémentaire ;
- Un régime invalidité-décès.

Sont affiliées à la CAVOM toutes les personnes physiques qui exercent les professions suivantes :

- Huissier de justice ;
- Commissaire-priseur judiciaire ;
- Commissaire de justice ;
- Commissaire-priseur aux ventes volontaires ;
- Greffier près les tribunaux de commerce ;
- Administrateur judiciaire ;
- Mandataire judiciaire.

Fin 2022, environ 4 500 professionnels cotisaient à la CAVOM, dont près de 400 professionnels salariés ou assimilés, et plus de 3 500 retraités (y compris les anciens avoués), dont un peu moins de 1 000 de droits dérivés, percevaient une pension versée par la CAVOM.

La CAVOM est administrée par un conseil d'administration composé de 10 membres (10 titulaires + 10 suppléants) représentant chacune des professions qui y sont affiliées, dont 2 représentants des allocataires (2 titulaires + 2 suppléants).

Afin de faciliter la lecture de ce rapport, la structure de présentation de l'information découlant du décret n°2021-663 du 27 mai 2021 a été conservée.

1°) Informations relatives à la démarche générale de l'entité

Démarche générale

La démarche globale de la CAVOM en matière de prise en compte de critères environnementaux, sociaux et de qualité de la gouvernance a démarré en 2022 bien que la Caisse ait investi dans certains fonds dédiés incluant des critères ESG dans leur analyse depuis 2016. La CAVOM profite de l'Article 29 pour renforcer sa démarche en la matière.

Pour ce faire, la CAVOM s'appuie sur deux partenaires : la CAVP, qui effectue un travail d'analyse, de conseil et de *reporting* relatif à la gestion financière et extra-financière de la CAVOM, et le cabinet de conseil Amadeis, pour l'analyse extra-financière de son portefeuille. Amadeis utilise principalement les données de MSCI ESG Research pour ses analyses quantitatives.

Les éléments de ce rapport proviennent de deux sources :

- La première est issue de l'analyse extra-financière quantitative réalisée par Amadeis ;
- La seconde provient du questionnaire ESG de l'AF2I élaboré par quinze institutions dont la CAVP (Abeille Assurances, AG2R-La Mondiale, AGIRC-ARRCO, le groupe Agricola, la Caisse des Dépôts, la CAVP, CCR, l'ERAFP, la MACSF, la MAIF, Malakoff-Humanis, Prepar Vie, SCOR, l'UMR, le groupe VYV) accompagnées par la société de conseil Hexagone et une doctorante de la chaire Economie Climat de Paris Dauphine. Le but de ce document est qu'il devienne un questionnaire de place afin qu'il soit plus efficient et plus complet et renvoyé par les sociétés de gestion dans un meilleur délai. La CAVP a envoyé ce questionnaire à l'ensemble des sociétés de gestion avec lesquelles la CAVOM travaille. Le résultat est bon puisque toutes les sociétés de gestion ont répondu, ce qui fait que 92,91 % des encours de la CAVOM sont couverts par le questionnaire. Au niveau de l'AF2I, 136 sociétés de gestion ont répondu à ce premier questionnaire ESG multi-classes d'actifs.

Pour son analyse, Amadeis s'est appuyé sur le portefeuille de la CAVOM au 31 décembre 2022, vu par transparence grâce aux inventaires au format Ampère des divers fonds dans lequel la CAVOM est investie. Cette transparence est, pour la majeure partie des fonds, une transparence de niveau 1, c'est-à-dire que chaque fonds détenu est remplacé par l'intégralité de ses investissements, qu'il s'agisse d'obligations, d'actions, de fonds, de liquidités ou de produits dérivés s'il en détient. Une transparence de niveau 2 a été effectuée pour les deux fonds de fonds internes d'une même société de gestion, ce qui améliore grandement le taux de couverture.

Ainsi, au 31 décembre 2022, le portefeuille est constitué de 15 fonds (dédiés, ouverts ou semi dédiés) et représente, vu par transparence suivant les indications précédentes, 14 483 lignes. Parmi celles-ci, 13 310 lignes, représentant 94 % du portefeuille et 2 387 émetteurs, entrent dans le périmètre d'analyse. Sur ces 2 387 émetteurs, la recherche MSCI ESG en couvre 2 269, soit 12 539 lignes, 87 % du montant total du portefeuille de valeurs mobilières et 93 % du périmètre d'analyse. Ces taux de couverture sont en forte hausse puisque la couverture de l'année dernière était respectivement de 69 % et de 73 %.

Le taux de couverture du portefeuille par classes d'actifs est le suivant :

- Obligations Souveraines : 96,9 %
- Obligations d'entreprises : 86,2 %
- Actions : 99,2 %

Pour le reste de l'analyse, ont été distingués les obligations émises par les États et les titres émis par les entreprises (actions et obligations principalement), les deux méthodologies et données disponibles pour ces catégories d'actifs étant différentes.

Il est à noter que le périmètre couvert présente plusieurs biais par rapport à son indice de référence : au sein de la poche « entreprises », on constate une sur exposition au secteur technologique, à l'immobilier et aux télécommunications, et une sous-exposition à la consommation non-cyclique et à la santé. Au sein de la poche souveraine, on constate une surexposition à l'Autriche, l'Australie et au Mexique, et une sous-exposition à l'Allemagne, à l'Espagne à la France et à l'Italie. Cette différence d'exposition et la différence de mix énergétique de ces différents pays entraînera mécaniquement une différence de trajectoire du portefeuille.

A noter que la différence forte de couverture entre l'année dernière et cette année rend difficile la comparaison entre les deux années.

Communication du rapport

Les conclusions du rapport relatif à l'article 29 et le plan d'amélioration ont été présentés aux administrateurs et approuvé le 27 juin 2022.

Liste des produits financiers mentionnés en vertu des articles 8 et 9 du règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019

À ce jour, parmi les 15 fonds dans lesquels la CAVOM est investie, un est Article 9 (Vindobona Metternich), représentant 9,16 % des réserves, et sept sont Article 8 représentant 35,69 % des réserves (CAVOM Actions Foncières, CIPAV Mandarine Opportunités, Echiquier Agenor SRI Mid Cap Europe, AXA Optimal Income, CAVOM Obligations Internationales, CAVOM OFI Convertibles et Groupama Entreprise). Aucun fonds n'a été déclassé.

Ceci n'empêche pas les autres fonds de prendre en compte les critères ESG-Climat dans leur gestion. Sur la base du questionnaire ESG de l'AF2I envoyé aux sociétés de gestion, 68,72 % des réserves prennent en compte les critères ESG dans la démarche d'investissement.

Nouveaux mandats

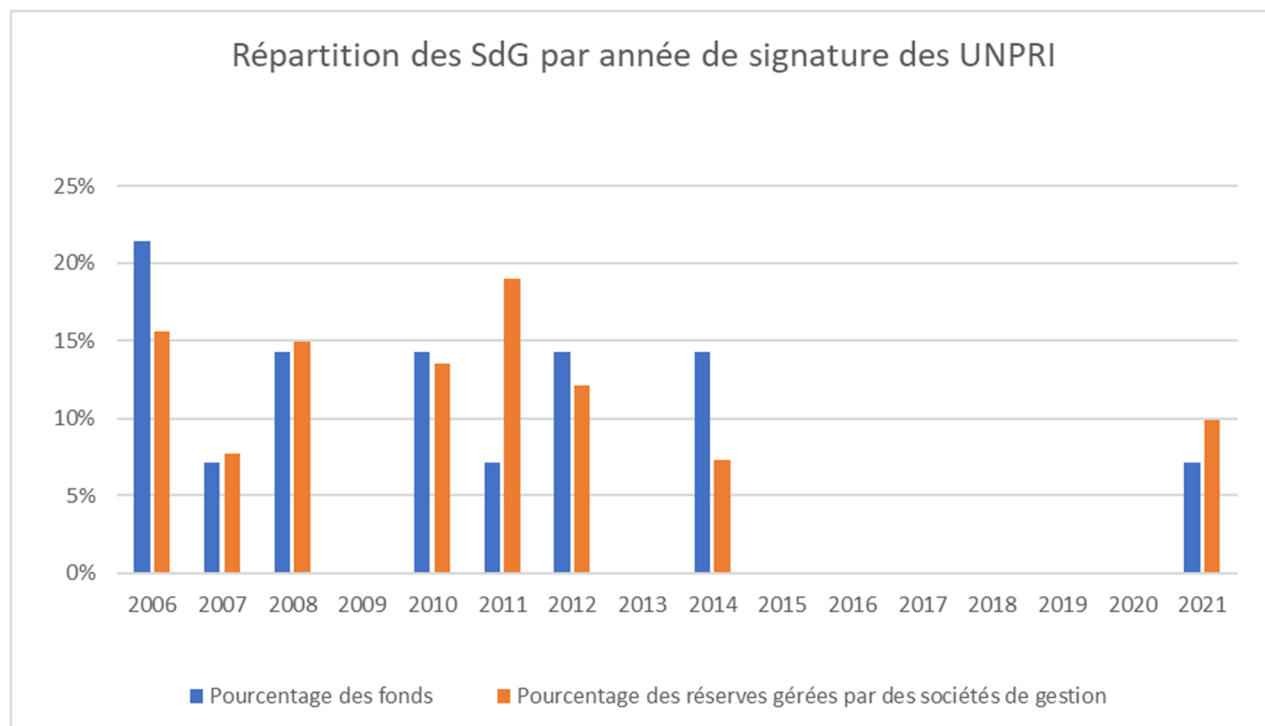
La CAVOM n'ayant pas attribué de nouveau mandat de gestion, la question de la prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de qualité de la gouvernance dans le processus de prise de décision pour l'attribution de nouveaux mandats de gestion ne s'applique pas.

Adhésion à une charte, un code, une initiative ou obtention d'un label

La CAVOM est en réflexion pour élaborer une charte d'investisseur responsable.

À ce jour, la CAVOM n'a pas signé de charte ou adhéré à une initiative particulière ni demandé l'obtention d'un Label. Cela étant, l'étude a été faite afin de savoir quelles initiatives ont été prises par les sociétés de gestion gérant des fonds détenus par la CAVOM.

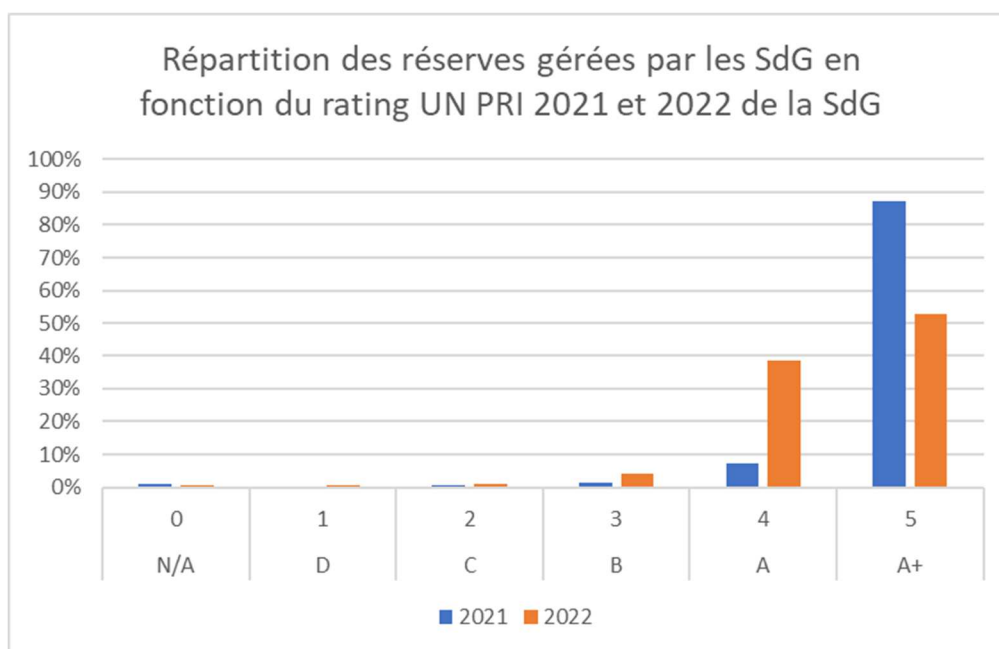
Toutes les sociétés de gestion ont adhéré aux UN-PRI. La répartition est la suivante par année de signature :



Il est intéressant de constater que toutes les sociétés de gestion, à une exception près, ont adhéré aux UN-PRI depuis plus de 8 ans. Elles suivent donc les problématiques ESG-Climat depuis longtemps.

Les notations sont très bonnes puisque **90,14 % des fonds et 85,23 % des réserves gérées par des sociétés de gestion ont une notation 4 ou 5 étoiles** concernant la notation «Investment and Stewardship Policy » des UN-PRI.

A noter que, du fait de l'évolution de la notation plus exigeante des UN-PRI, la répartition entre les deux meilleures notations a évolué de la manière suivante entre 2021 et 2022 :



Au niveau labellisation, il ressort que **cinq fonds représentant 25,74 % des réserves ont le Label ISR** : CIPAV Mandarine Opportunités, Echiquier Agenor SRI Mid Cap Europe, AXA Optimal Income, CAVOM OFI Convertibles et Groupama Entreprise, soit 25,33 % des réserves.

De nombreuses sociétés de gestions gérant des fonds détenus par la CAVOM ont adhéré au **TCFD** (61,38 % des réserves gérées par des sociétés de gestion) **Carbon Disclosure Project** (61,38 %), participent à **Climate Action 100+** (71,05 %), à la **Net Zero Asset Managers Initiative** (55,93%). L'implication est moindre, pour l'instant, au niveau de la biodiversité, puisque 29,61 % des réserves gérées par des sociétés de gestion sont membres du **Farm Animal Investment Risk and Return**, 12,53% sont membre de la **TNFD** et 13,93 % adhèrent au **Club CDC Biodiversité**. 57,23 % sont membre de **l'Institut pour la Finance Durable**.

2°) Moyens internes déployés

En complément des connaissances du directeur financier en la matière, la CAVOM s'appuie sur deux partenaires pour avancer sur ces sujets : la CAVP, qui effectue un travail d'analyse, de conseil et de *reporting* relatif à la gestion financière de la CAVOM, ainsi que pour sa politique ESG-Climat et Amadeis, pour l'analyse extra-financière de son portefeuille. Dans ce cadre, une formation des administrateurs titulaires et suppléants, du directeur et du directeur financier sur les sujets ESG-Climat a été réalisée le 8 février 2023.

3°) Informations relatives à la démarche de prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance au niveau de la gouvernance de l'entité

Le conseil d'administration de la CAVOM a approuvé à l'unanimité, le 14 avril 2022, la mise en œuvre de l'analyse extra-financière quantitative et qualitative du portefeuille. Elle est réalisée par la société de conseil Amadeis et supervisée par la direction financière de la CAVP, dans le cadre d'une convention de prestations de services signée entre les deux entités. Comme évoqué précédemment, une formation des administrateurs, titulaires comme suppléants, à l'investissement responsable et aux problématiques ESG-Climat a été effectuée le 8 février 2023 par Amadeis.

L'absence de rémunération variable à la CAVOM rend caduque la question de l'inclusion de critères liés à l'intégration des risques en matière de durabilité ou à des critères environnementaux, sociaux ou de qualité de bonne gouvernance dans la politique de rémunération.

Enfin, une fois la charte d'investisseur responsable élaborée et adoptée par le conseil d'administration, le règlement financier de la CAVOM sera ajusté en conséquence.

4°) Information sur la stratégie d'engagement auprès des émetteurs ou vis-à-vis des sociétés de gestion ainsi que sa mise en œuvre

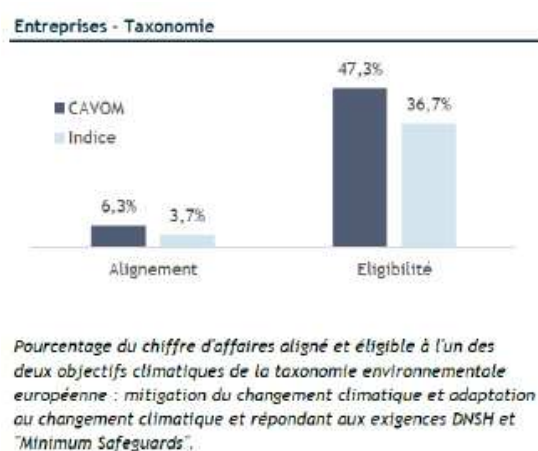
La stratégie d'engagement de la CAVOM auprès des émetteurs ou vis-à-vis des sociétés de gestion n'a pas été formalisée à ce jour. Néanmoins, la CAVOM a interrogé sur ce point les sociétés de gestion des fonds dans lesquels elle est investie. 9 fonds sur les 13 représentant 65,71 % des réserves ont développé une stratégie d'engagement.

La CAVOM est convaincue que cette stratégie d'engagement auprès des émetteurs, *via* les sociétés de gestion, est extrêmement importante, notamment par rapport à la stratégie d'alignement avec les objectifs internationaux de limitation du réchauffement climatique prévus par les accords de Paris. Cette démarche sera renforcée dans les années qui viennent par l'inclusion de cette démarche d'engagement dans les conventions de gestion des fonds dédiés et par un *reporting* adéquat dans ce cadre.

5°) Informations relatives à la taxonomie européenne et aux combustibles fossiles

a) Part des encours concernant les activités en conformité avec la taxonomie européenne

Les calculs ci-dessous s'appuient sur le portefeuille de la CAVOM vu par transparence et sur les données provenant de MSCI.



Ainsi, sur les deux premiers piliers définis par la taxonomie européenne, 6,3 % du portefeuille est aligné avec la taxonomie européenne (activités éligibles et respectant le DNSH et les Minimum Safeguards) contre 3,7 % de l'indice. 47,3 % du portefeuille entreprises est éligible contre 36,7 % de son indice. La surexposition à l'immobilier et aux services aux collectivités ainsi que la sélection d'entreprises plus alignées sur ces activités améliorent la métrique du portefeuille.

b) Part des encours dans les entreprises actives dans le secteur des combustibles fossiles

Plusieurs calculs ont été réalisés pour estimer la part des encours des entreprises actives dans le secteur des combustibles fossiles.

Le premier a été réalisé par transparence du portefeuille et en utilisant les données de MSCI. La poche entreprises de la CAVOM est exposée à hauteur de 3,8 % au secteur pétrolier et gazier. Le calcul a été

précisé afin de voir l'exposition du portefeuille aux énergies fossiles non conventionnelles. Il ressort que moins de 0,10 % de la poche entreprises est investi dans des entreprises générant plus de 50 % de leurs revenus au travers d'énergies non conventionnelles et se concentre principalement sur un fonds sectoriel énergie nord-américaine.

Le second calcul a été réalisé grâce au questionnaire ESG de l'AF2I. Il est estimé que 4,42 % de l'encours de ces fonds (entreprises + obligations souveraines) est constitué d'entreprises actives dans le secteur des combustibles fossiles (dès le 1^{er} Euro).

La CAVOM alerte sur le fait que cet indicateur tel que défini par la réglementation et prenant en compte les entreprises actives dans le secteur des énergies fossiles dès le 1^{er} Euro n'est pas forcément pertinent puisqu'une entreprise à la fois active dans le secteur des énergies fossiles et utilisant ses CAPEX pour développer des énergies renouvelables, ou une entreprise active que marginalement dans le secteur des énergies fossiles est traitée de la même manière que celles exploitant du gaz de schiste.

C'est pourquoi, la CAVOM a également fait le calcul en fonction du pourcentage de chiffre d'affaires dans le secteur des énergies fossiles grâce au questionnaire de l'AF2I. Il ressort que ce chiffre est de 1,23 % à comparer aux 4,42 % calculé en prenant en compte les entreprises actives dans le secteur des combustibles fossiles dès le 1^{er} Euro, soit quatre fois moins.

6°) Stratégie d'alignement avec les objectifs long terme des articles 2 et 4 de l'accord de Paris

La CAVOM est convaincue par les objectifs de long terme de l'accord de Paris et par l'intérêt d'avoir une approche incluant les critères environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance. C'est pourquoi, la Caisse a réalisé l'analyse ESG-Climat de son portefeuille.

Il en ressort que le portefeuille est à ce jour plutôt bien noté, bénéficiant d'un rating moyen de AA, en phase avec son indice de référence (40 % Actions Européennes – Eurostoxx Large, 60 % Obligations euro – Barclays Euro Aggregate).

Analyse ESG consolidée		Repartition des ratings							Rating (AAA - CCC) et scores ESG (0-10)						
Actifs															
M€	%	■ AAA	■ AA	■ A	■ BBB	■ BB	■ B	■ CCC	Rating	Δ 1 an	ESG	Δ 1 an	E	S	G
Portefeuille consolidé	664,2 100,0%								AA		7,3		6,6	5,8	6,3
Indice consolidé (ajusté de l'allocation)									AA		7,4	0,1	6,5	5,8	6,4
Indice consolidé									A		7,1	0,2	5,9	6,2	6,6
Obligations	387,9 58,4%								A		6,9		6,4	5,9	6,3
Indice obligations	59,4%								A		6,6	0,1	5,3	6,7	6,7
Actions	276,3 41,6%								AA		7,8	0,2	6,9	5,5	6,3
Indice actions	40,6%								AA		7,8	0,2	6,8	5,5	6,4
Entreprises	532,3 80,1%								AA		7,5		7,2	5,4	6,1
Indice entreprises	60,8%								AA		7,7	0,2	7,0	5,5	6,3
Souverains	131,9 19,9%								A		6,2	0,2	4,4	7,3	7,1
Indice souverains	39,2%								A		6,2	0,1	4,2	7,3	7,1

La notation ESG globale du portefeuille est stable par rapport à l'année dernière. Ceci étant dit, à périmètre transparisé constant, il est en progression de + 0,1 point en 2022, tout comme son indice de référence. Le momentum des entreprises continue d'être positif puisque 22,3 % d'entre elles ont vu leur rating ESG progresser contre 17,9 % de l'indice.

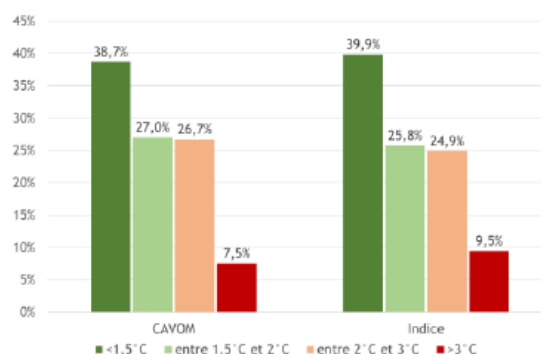


Au niveau climat, la méthode développée par MSCI de « Hausse de température implicite » a été utilisée. Elle définit, pour chaque entreprise, une température implicite déduite du dépassement ou non de son budget carbone et de ses engagements en la matière. Le résultat est une poche entreprise qui affiche une hausse de température implicite de 2,22°C, en phase avec celle de son indice et en amélioration de 0,10°C par rapport à celle de l'année dernière plus favorable que celle de son indice à 2,6°C. À périmètre constant, en enlevant les deux fonds qui ont pu être transparisés cette année, on constate une baisse de 2,32°C à 2,08°C qui s'explique aux trois-quarts par la baisse de la température implicite des émetteurs (notamment grâce à l'engagement de la communauté financière vis-à-vis de ces émetteurs).

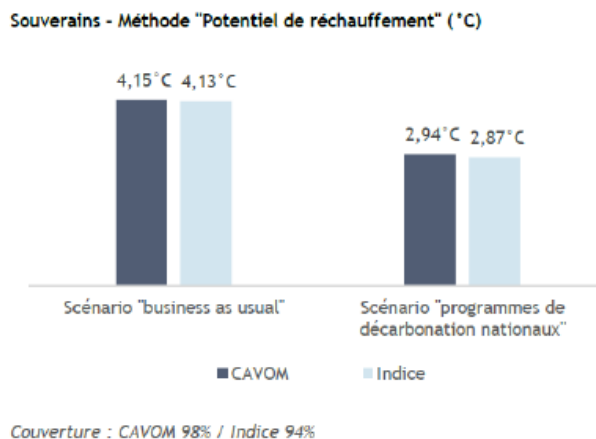
Entreprises - Méthode "Hausse de température implicite" (°C)



Répartition des trajectoires des émetteurs

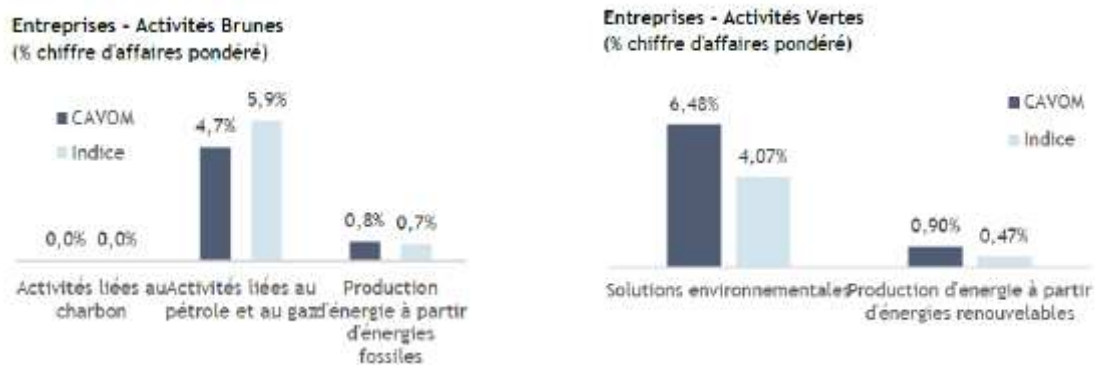


Concernant la poche souverain, le potentiel de réchauffement climatique est en phase avec son indice, mais en hausse par rapport à l'année dernière en raison du renforcement du poids de l'Allemagne et de la baisse du poids de la France, de l'Italie et de l'Espagne.



Enfin, les parts vertes et brunes du portefeuille ont également été calculées.

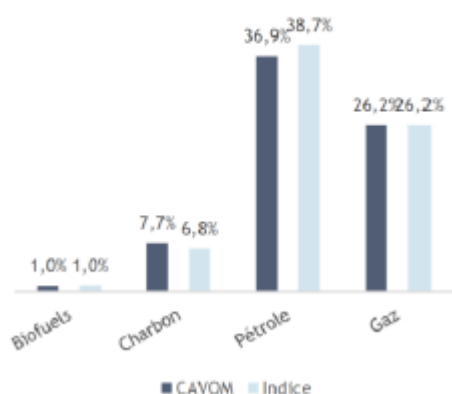
Pour les entreprises :



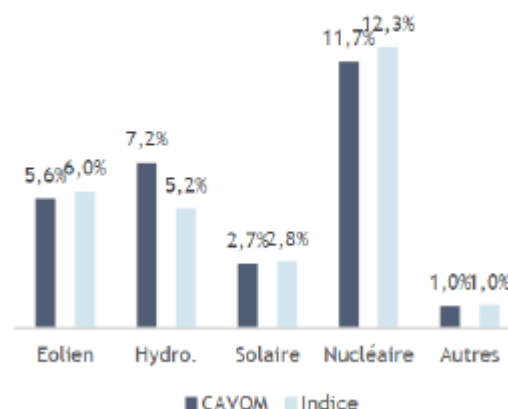
A noter que la part Verte de la poche entreprise est en baisse par rapport à l'année dernière (6,48 % contre 6,89 % en 2021) en raison du renforcement des émetteurs financiers sur l'année.

Pour les États :

Souverains - Consommation d'énergies fossiles
(% de la consommation d'énergie primaire nationale)



Souverains - Consommation d'énergies décarbonées
(% de la consommation d'énergie primaire nationale)



le calcul a été réalisé à partir de la consommation nationale d'énergie primaire en 2021 (et donc avant la crise énergétique due à la guerre en Ukraine et à l'augmentation du charbon dans le mixe énergétique de plusieurs pays). **La part d'énergie primaire verte** (éolienne, hydroélectrique, solaire, nucléaire, géothermie et biomasse) **s'élève à 28,3 % contre 27,4 % pour l'indice**. La différence s'explique principalement par la surpondération de l'Autriche dont le mix énergétique est composé à 28 % d'énergies hydrauliques qui compense la sous-exposition à la France, fortement utilisatrice de nucléaire.

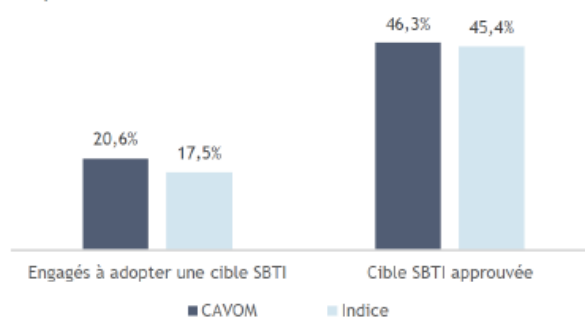
Enfin, la CAVOM a regardé son portefeuille sous l'angle de la « **Science-Based Targets Initiative (SBTi)** ». Celle-ci est un partenariat entre différentes entités supranationales permettant aux entreprises de définir une trajectoire de réduction des émissions nettes des gaz à effet de serre. La mise en place d'objectifs de réduction des gaz à effet de serre compatibles avec les SBTi se fait en deux étapes :

1/ L'engagement d'adopter une cible de réduction basée sur la science

2/ L'approbation de la trajectoire par SBTi.

Les résultats sont les suivants :

Entreprises - Définition d'une cible SBTi de réduction d'émissions de GES



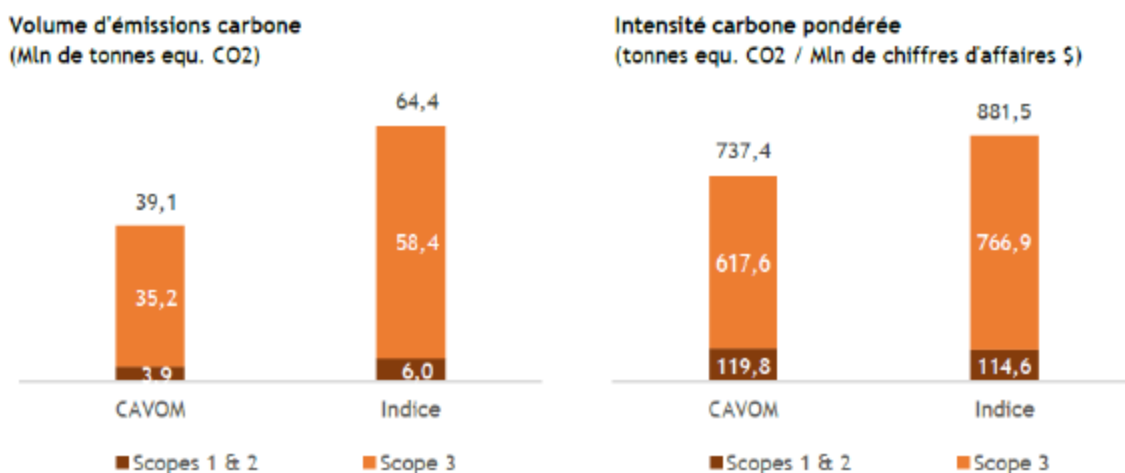
Ainsi, **66,9 % des entreprises en portefeuille sont dans une démarche SBTi, en s'engageant à adopter une cible SBTi ou en ayant une cible SBTi approuvée, contre 62,9 % pour son indice de référence**.

L'engagement plus important des entreprises vis-à-vis de cette démarche est principalement dû à une répartition sectorielle plus orientée vers des secteurs dont les cibles ont été approuvées (sous exposition aux banques au profit des services de télécommunication).

L'exercice de quantification a donc été effectué pour le portefeuille au 31 décembre 2022. Cependant la **CAVOM a un devoir fiduciaire vis-à-vis de ses affiliés de servir leurs pensions** et, pour ce faire, « adopte une politique de placements qui concilie les notions de prudence et de rendement propres aux activités financières. Ces deux objectifs sont indissociables et doivent être pris en compte pour tout investissement »¹. Cette politique passe par une **diversification des placements permettant de diminuer le risque du portefeuille et d'éviter d'investir dans des actifs soumis à des bulles financières**. À ce jour, mais cette situation pourra évoluer dans les années futures, l'état de l'art de la quantification des trajectoires de température des portefeuilles n'est pas encore stabilisé et induirait de nombreux biais de construction de portefeuille si l'on souhaitait un alignement strict.

- **La qualité des données est insuffisante** : en effet, si les **scope 1 & 2** (émissions directes et consommation d'électricité ou d'énergie dans l'entreprise) sont aujourd'hui à 77 % renseignés par les entreprises (**sans forcément être contrôlés**), **seuls 6 % du scope 3 est communiqué par les entreprises**, ce qui a conduit MSCI à **modéliser** le scope 3 pour l'intégralité des entreprises couvertes. Or, **se limiter aux scopes 1 & 2 est un non-sens écologique**. Par exemple, une entreprise œuvrant pour la transition énergétique pourra, compte tenu de ce qu'elle fabrique, être fortement émettrice de GES (solutions d'isolation par exemple), mais fera partie de la solution pour isoler des bâtiments. D'autre part, il peut être facile et extrêmement tentant pour une entreprise d'externaliser ses productions polluantes ou fortement émettrices de GES, ce qui ferait sortir ces émissions des scopes 1 et 2, tout en les faisant rentrer dans le scope 3 de ses fournisseurs.

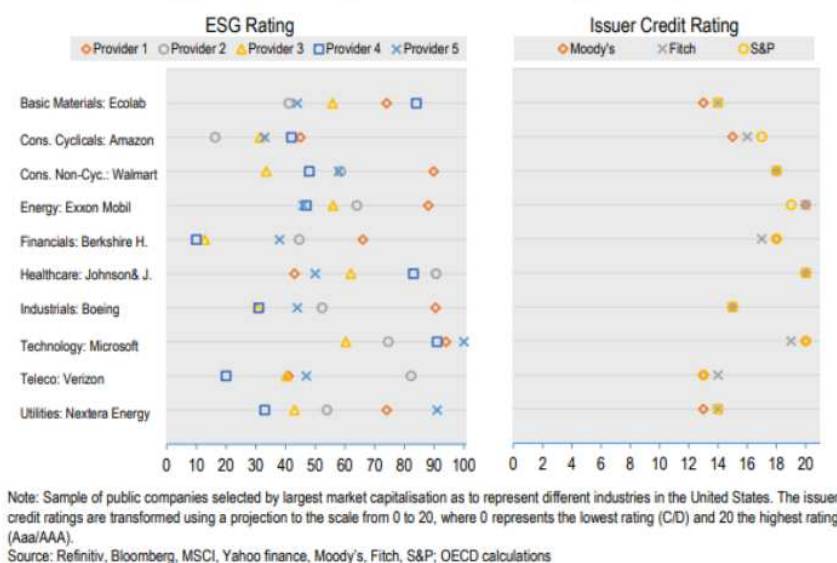
De plus, le scope 3 représente la grande majorité des émissions d'un portefeuille. À titre d'exemple, le scope 3 représente 90,02 % du volume d'émissions carbone du portefeuille de la CAVOM (somme pondérée de la taille de l'investissement des émissions par entreprise) et 83,75 % de l'intensité carbone (somme pondérée de la taille de l'investissement des émissions des entreprises rapportée à leur chiffre d'affaires)



- **Les données divergent suivant les fournisseurs de données** : à titre d'illustration, des ratings ESG et crédits issus de plusieurs fournisseurs de données pour une dizaine de titres sont comparés ci-dessous :

¹ Extrait du Règlement Financier de la CAVOM

Ratings ESG et ratings crédit : étude comparative (2019)



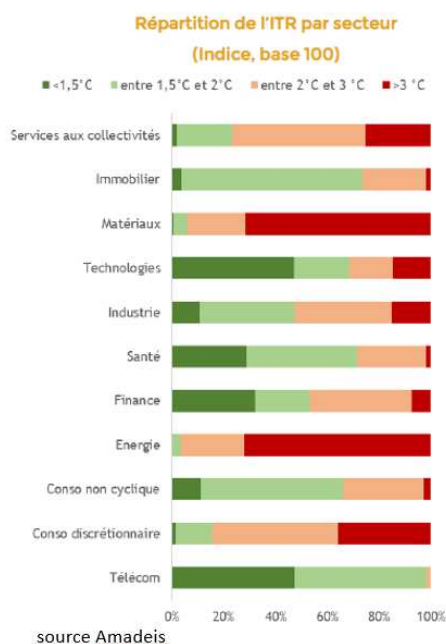
Et plus spécifiquement, sur le scope 3, la corrélation des données entre fournisseurs est faible, comme le démontre une étude réalisée en 2018 par des chercheurs de l'université de Hambourg (Tim Busch, Matthew Johnson, Thomas Pioch, Matthias Kopp) en partenariat avec WWF.

Scope 3	ISS ESG	Trucost
ISS ESG	1.0000	
Trucost	0.1512	1.0000

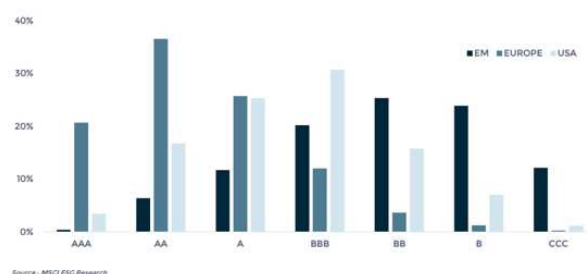
Table 21. Scope 3 correlations for estimated data

Gageons que ces corrélations vont s'améliorer et les chiffres devenir plus précis, voir contrôlés ou audités par des tiers indépendants mais, à ce stade, ce n'est pas le cas.

- Un **univers d'investissement fortement réduit** si l'on applique strictement la **taxonomie européenne** (3,8 % de l'univers d'investissement est aligné avec la taxonomie européenne) ou si l'on investit uniquement dans des entreprises respectant aujourd'hui les **accords de Paris (40 % de l'univers d'investissement pour 1,5°, 65,7 % pour 2°)**. Ceci entraînerait des biais très importants dans les portefeuilles (cf illustrations ci-dessous) et pénaliserait, en termes de diversification de portefeuille et d'espérance de rendement et de risque, le portefeuille et donc, *in fine*, les affiliés de la CAVOM. Ces biais peuvent être sectoriels (sous pondération des valeurs industrielles par exemple), thématiques (surpondération des valeurs de croissances vs des valeurs décotées), des biais géographiques, et ceci tant au niveau des dettes souveraines que des entreprises.



Répartition des entreprises par rating ESG suivant leur zone géographique



- Compte tenu de son cœur de métier, **un bon gérant aura tendance à augmenter la température de son portefeuille**. En effet, généralement, et notamment dans les fonds dits « value », un gérant vend les valeurs qui sont surcotées et achète celles qui sont sous cotées. Comme la température d'un portefeuille est directement liée à la proportion des émissions qui ont été financées divisée par la valeur investie dans une entreprise par rapport à la valeur (VE) de cette dernière, la température d'un portefeuille est proportionnelle à :

$$E = \sum_{i=1}^n \frac{GES_i}{VE_i} \times v_i$$

Si ce gérant vend une valeur surcotée (i) et achète une valeur sous cotée (i'), qui émettent le même montant de gaz à effet de serre (GES_i = GES_{i'}) et ont la même structure de capital, alors :

$$VE_i > VE_{i'}$$

et donc

$$GES_i / VE_i < GES_{i'} / VE_{i'}$$

la température du portefeuille augmente donc....

- Enfin, de fortes variations de marchés (et donc des valeurs d'entreprises) peuvent entraîner une forte déviation de la trajectoire initiale, sans que cela change le montant des émissions de GES par les entreprises.

C'est pourquoi, il apparaît prématuré à la CAVOM de s'engager directement sur un objectif quantitatif d'alignement avec les objectifs de long terme de l'accord de Paris relatif à l'atténuation des gaz à effet de serre, avec notamment un objectif quantitatif à l'horizon 2030.

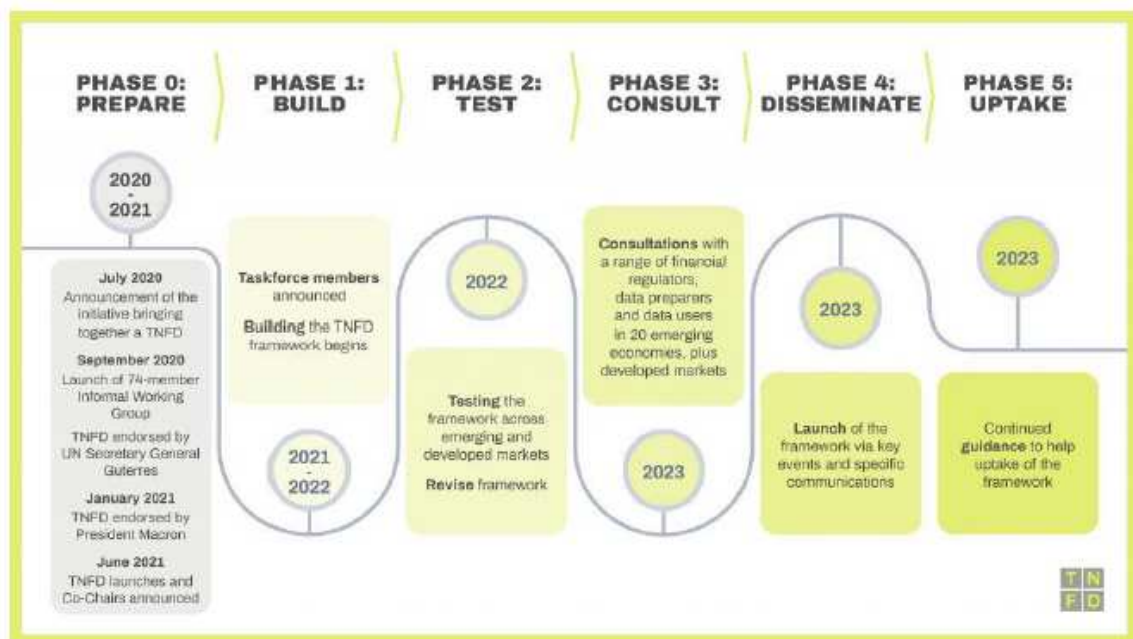
Face aux incertitudes liées à la qualité des données et des indicateurs, la CAVOM préfère un travail de fond en privilégiant le dialogue entre les entreprises et les sociétés de gestion des OPC dans lesquels la CAVOM investit. L'action de la CAVOM pour aligner ses portefeuilles sur une trajectoire 2° se fera alors de manière indirecte, grâce à la démarche d'engagement demandée aux sociétés de gestion vis-à-vis de leurs propres

investissements, et qui sera ajoutée aux conventions de gestion passées avec celles-ci. Cette démarche, avec celle des autres investisseurs et des autres parties prenantes (consommateurs, pouvoirs publics,...), pousse les entreprises à mieux s'engager dans une démarche d'alignement et se reflète *de facto* dans la trajectoire de décarbonation de ces entreprises et donc dans la température du portefeuille de la CAVOM. Il est intéressant de constater que, cette année, l'amélioration de la trajectoire carbone des entreprises a entraîné une baisse 0,18°C de la température du portefeuille de la CAVOM sur une baisse totale de 0,24°C.

7°) Informations sur la stratégie d'alignement avec les objectifs de long terme liés à la biodiversité

La démarche de quantification de l'impact d'une entreprise, et encore plus d'un État, sur son environnement et sur la biodiversité en est à ses débuts. Ralentie par le COVID, la TNFD (Taskforce on Nature-related Financial Disclosures), le pendant de la TCFD pour la nature a pu se réunir courant 2023.

Calendrier de déploiement de la TNFD



Source : ECACSA

Le sujet étant jeune, il serait donc difficile, aujourd'hui, de définir une stratégie solide et réaliste d'alignement avec les objectifs de long terme liés à la biodiversité fondée sur des données peu robustes. Preuve en est, le sujet n'est pas encore complètement suivi par les sociétés de gestion. En effet, seuls 30,77 % des encours de la CAVOM sont gérés par des sociétés qui suivent l'impact de leur fonds sur la biodiversité.

Cependant, la CAVOM s'est prêtée à l'exercice avec les données disponibles sous MSCI, en ayant une approche de double matérialité, c'est-à-dire en regardant à la fois l'impact du risque de diminution de la biodiversité sur les entreprises ou les États et l'impact des entreprises ou des États sur la biodiversité.

L'exposition des entreprises aux risques liés à la biodiversité a été mesurée *via* deux problématiques clés, « biodiversité et utilisation des sols » et « approvisionnement en matériaux bruts ».

Cette année, le portefeuille de la CAVOM est meilleur que son indice pour ces deux problématiques. Cependant, ces données sont à prendre avec précaution, le calcul de score de gestion des risques ne se faisant que sur 8 % ou 9 % du portefeuille, les risques n'étant structurels, d'après MSCI, que pour l'activité d'une petite partie de l'univers d'investissement. Le score « biodiversité et utilisation des sols » est supérieur à celui de son indice en raison de la sous-exposition d'entreprises ayant de faibles scores dans le secteur de l'énergie et des matériaux comme Shell, BP ou Glencore. A contrario, certaines entreprises bien

notées sur ce point et absentes de l'indice comme Vallourec ou TechnipFMC, réhaussent la note du portefeuille. Le score global de la problématique « approvisionnement en matériaux bruts » est meilleur que celui de son indice en raison de la sous pondération d'entreprises ayant de faible score sur cet indicateur comme Nestlé et Unilever.

Problématiques-clé de l'analyse extra-financière dédiées à la biodiversité

			Score global	Répartition du score global par quartile (1-2-3-4)	Score d'exposition	Score de gestion	Poids de la problématique
Biodiversité et utilisation des sols	CAVOM	Note	6,91		1,87	5,28	1,6%
		Couverture	9%		100%	9%	
	Indice	Note	6,17		2,17	5,52	2,0%
		Couverture	12%		100%	12%	
Approvisionnement en matériaux bruts	CAVOM	Note	5,73				1,3%
		Couverture	8%				
	Indice	Note	5,33				1,5%
		Couverture	12%				

L'impact de l'activité des entreprises sur la biodiversité a été mesuré *via* le potentiel de perturbation des écosystèmes issus des entreprises. Ce potentiel de perturbation est en phase avec son indice :

Potentiel de perturbation des écosystèmes issu des entreprises

(% chiffre d'affaires pondéré)



La seconde métrique importante pour évaluer l'impact de l'activité des entreprises sur la biodiversité est la part de leurs actifs localisés au sein d'écosystèmes fragiles. Cette part est inférieure à celle de l'indice (16 % vs 18 %).

Localisation des actifs des entreprises par niveau de fragilité des écosystèmes (% actifs pondérés)

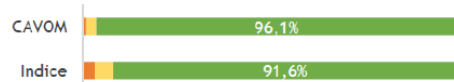


Enfin, information plus représentative, une analyse des controverses liées à la biodiversité fait ressortir principalement la problématique de la biodiversité et utilisation des sols pour 3,9 % du portefeuille (contre 8,4 % pour son indice). Sur l'ensemble des indicateurs, l'exposition des entreprises aux controverses liées à la biodiversité est inférieure à celle de son indice.

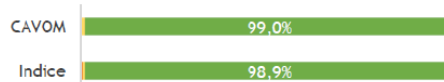
Expositions des entreprises aux controverses liées à la biodiversité

■ Majeure ■ Sévère ■ Modérée ■ Mineure

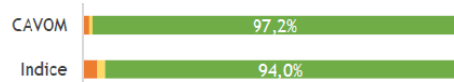
Biodiversité et utilisation des sols



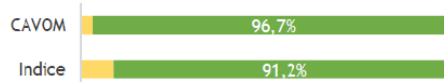
Stress hydrique



Déversements et rejets toxiques



Changement climatique & énergétique



Pour terminer, l'exposition des États aux risques liés à la biodiversité est mesurée par MSCI ESG au travers des facteurs « ressources naturelles » (performance de chaque émetteur sur les thématiques de la sécurité énergétique, des ressources en eau et des ressources naturelles) et « externalités et vulnérabilités environnementales » (vulnérabilités aux phénomènes physiques et environnementaux, à la pollution de l'eau et de l'air et à la qualité de leur gestion).

Facteurs de risques de l'analyse extra-financière liées à la biodiversité

			Score global	Score d'exposition	Score de gestion	Poids de la problématique
Ressources naturelles	CAVOM	Note	3,51	7,50	4,53	18,0%
		Couverture	100%	100%	100%	
	Indice	Note	3,29	7,95	4,52	
		Couverture	100%	100%	100%	
Externalités et vulnérabilité environnementale	CAVOM	Note	6,69	3,67	7,06	7,0%
		Couverture	100%	100%	100%	
	Indice	Note	6,69	3,77	7,15	
		Couverture	100%	100%	100%	

8°) Informations sur les démarches de prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de qualité de la gouvernance dans la gestion des risques

a) Processus d'identification, d'évaluation, de priorisation et de gestion des risques liés à la prise en compte des critères ESG

La CAVOM est convaincue de l'importance de la prise en compte des critères ESG dans la gestion des risques de ses portefeuilles. Déjà 10 fonds représentant 68,71 % des réserves de la CAVOM calculent le score ESG de leur fonds et 72,84 % suivent les controverses associées aux titres détenus dans le fonds. La CAVOM veillera à généraliser ce suivi, notamment en adaptant les conventions de gestion de ses fonds dédiés.

b) à f) Description des principaux risques en matière environnementale, sociale ou de qualité de gouvernance et item suivants

i/ **Le risque principal analysé est l'impact du risque climatique sur le portefeuille.** La méthodologie utilisée est la Value-at-Risk climatique agrégée calculée par MSCI.

Celle-ci se compose de 3 facteurs.

Le **risque physique** représente les conséquences physiques sur l'activité des entreprises du changement climatique liées aux évolutions tendancielles du climat (hausse des températures, élévation du niveau de la mer...) ou bien à l'accroissement en fréquence et en intensité d'événements climatiques extrêmes (sécheresses, vagues de chaleur, inondations...).

Le **risque réglementaire** reflète l'impact sur les entreprises du durcissement des politiques climatiques nationales de décarbonation de l'activité économique.

Les **opportunités liées aux technologies de transition** illustrent le potentiel d'adaptation du modèle d'activité des entreprises concourant à la transition vers une économie décarbonée.

L'analyse distingue **différents scénarii en fonction du risque considéré** :

Le risque physique se décline selon un scénario agressif et un scénario moyen.

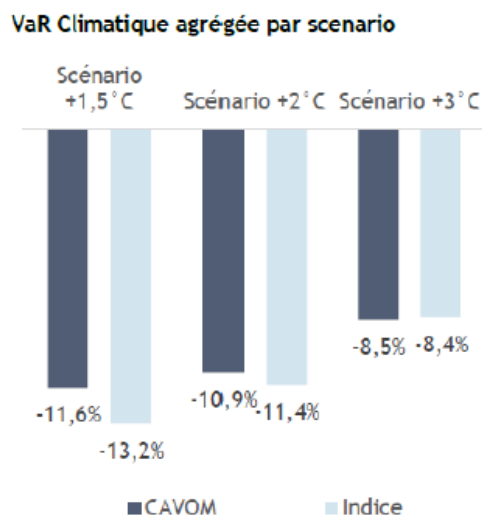
Les risques de transition, composés du risque réglementaire et des opportunités technologiques, se décomposent en 3 scénarii :

- le scénario + 1,5°C : c'est le scénario le plus contraignant, car il implique un effort particulièrement important de la part des entreprises pour adapter leur activité conformément à un réchauffement limité à +1,5°C. Ce scénario correspond en effet à un objectif de neutralité carbone à horizon 2050, soit une réduction de 15 % par an des émissions de CO₂,
- le scénario + 2°C : le scénario médian intègre un objectif de neutralité carbone à horizon 2100,
- le scénario +3°C : le scénario le moins contraignant correspond aux plans de décarbonation nationaux actuels.

Construction des 3 scénarii de la Value-at-Risk climatique agrégée en fonction des scénarii de ces 3 facteurs :

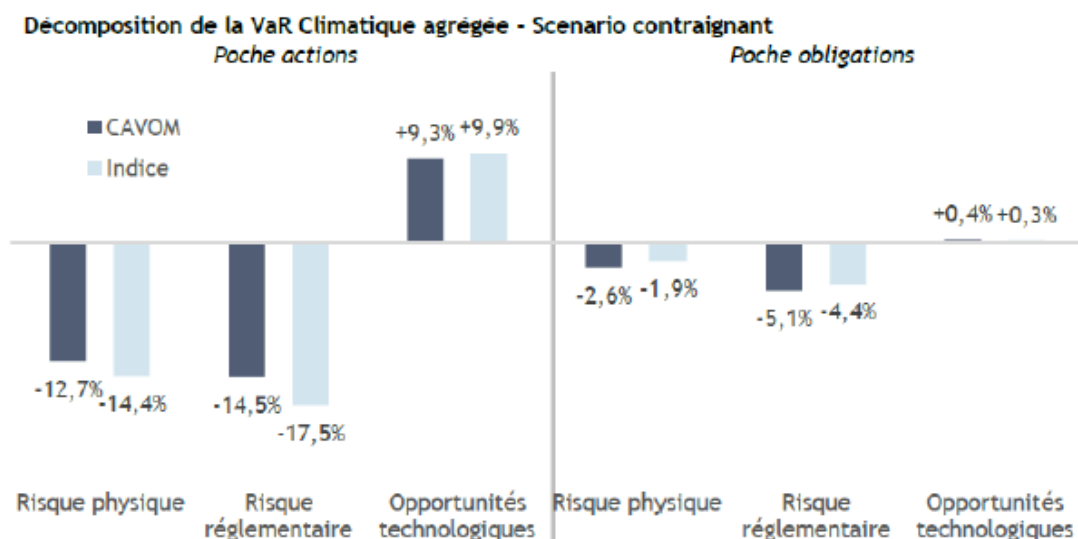
VaR climatique agrégée	Risques de transition	Risque physique
Scénario contraignant +1,5°C	Scénario +1,5°C	Scénario agressif
Scénario médian +2°C	Scénario +2°C	Scénario agressif
Scénario «PDN» +3°C	Scénario +3°C	Scénario agressif

Les premiers résultats sont les suivants :



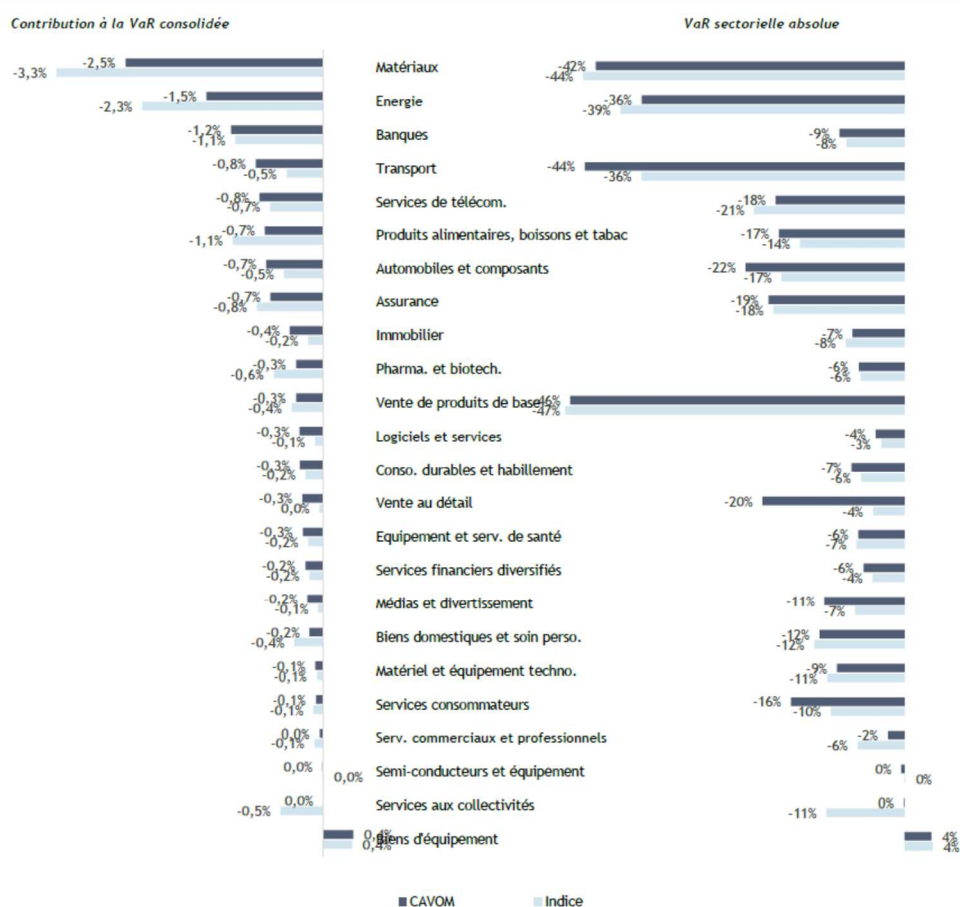
Le scénario de réchauffement à + 1,5°C est donc le plus contraignant, car il implique un effort particulièrement important de la part des entreprises pour adapter leur activité conformément à un réchauffement limité à + 1,5°C, conforme avec les objectifs de l'accord de Paris.

Il se décompose de la manière suivante suivant les 3 facteurs (risque physique, risque réglementaire et opportunités liées aux technologies de transition considérés), ces 3 facteurs ne s'appliquant pas de la même façon à la valeur des actifs, qu'ils soient des actions ou des obligations. Les résultats ci-dessous sont ceux du scénario climatique le plus contraignant (objectif de réchauffement à + 1,5°C pour les entreprises) :



Enfin, une analyse sectorielle fait ressortir que près du tiers de la VaR consolidée du portefeuille provient du des matériaux et de l'énergie. Bien qu'élevé, ce chiffre est moins important que celui de son indice, ou ces deux secteurs contribuent pour 48 %. Les banques, peu exposées dans l'ensemble, contribuent à hauteur de -1,2 % à la VaR du portefeuille en raison de leur poids élevé dans celui-ci.

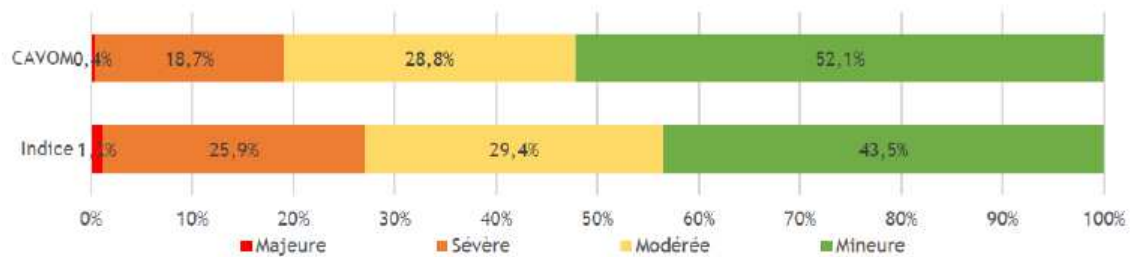
Entreprises - Répartition de la VaR Climatique agrégée par secteur - Scénario +1,5°C (Couverture - CAVOM : 93% / Indice : 88%)



Ces calculs se font chaque année sur la base du portefeuille transparaissé.

ii/ une autre analyse du risque se fait par les controverses, au-delà de celles liées à la biodiversité et présentés au point 7 :

Répartition des controverses par niveau de gravité
(rouge : controverse majeure, vert : controverse mineure)



Le portefeuille est moins exposé que l'indice aux sociétés qui font face à des controverses majeures (0,4 % vs 1,2 %). Ce résultat s'explique notamment par la sous-pondération des titres suivants :

- Glencore, dont la mine de Cerrejón en Colombie a été accusée d'exacerber la sécheresse sur des populations autochtones,
- Volkswagen, mis en cause pour des cas de travail forcé de minorités ethniques dans le Xinjiang en Chine.

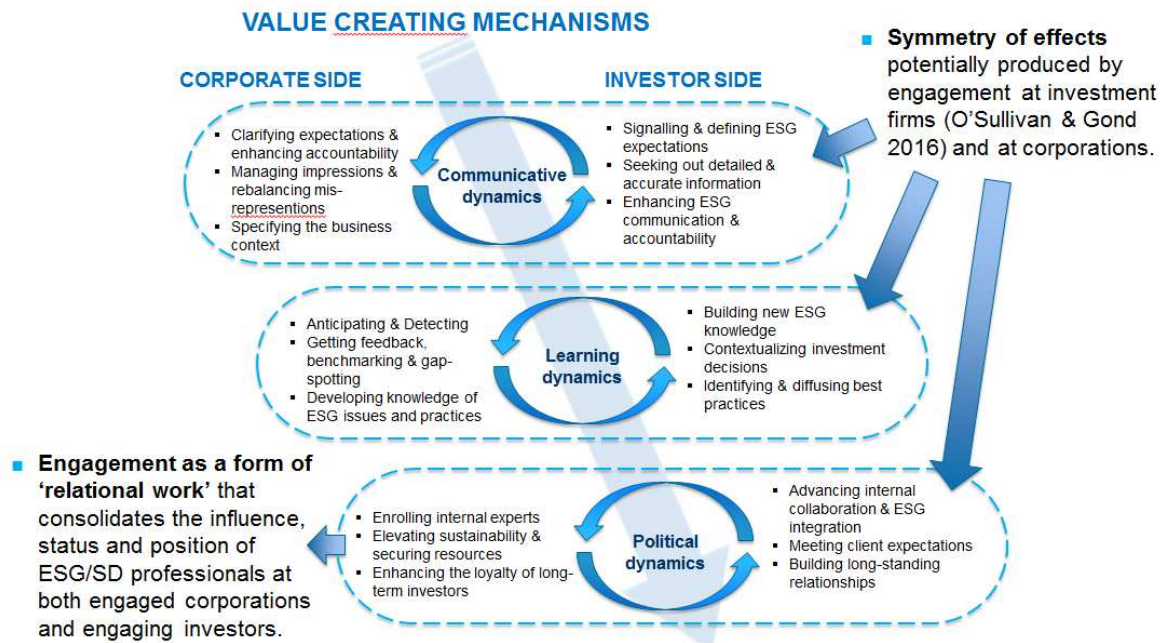
Le portefeuille est également moins exposé aux controverses sévères (18,7 % vs 25,9 % pour l'indice), notamment grâce à la sous pondération de trois secteurs les plus controversés : l'énergie, les produits alimentaires/tabac/boissons et la pharmacie et les biotechnologies.

À noter que 72,84 % des fonds suivent les controverses associées aux titres détenus par le fonds, beaucoup des fonds ne suivant pas ces controverses sont des fonds investissant dans des obligations d'états.

9°) Plan d'amélioration

Le plan d'amélioration de la CAVOM est le suivant :

- 1) La CAVOM a toujours privilégié le dialogue vis-à-vis des entreprises en se fondant sur le cercle vertueux, théorisé par Jean-Pierre Gond* :



* Source : Gond et al. (2018). *How ESG Engagement creates value for investors and companies*. PRI Report.

Le dialogue avec les entreprises sur les sujets ESG – Climat => l'amélioration de l'entreprise sur ces sujets => de meilleurs résultats financiers et extra-financiers => notamment + de flux venant d'investisseurs responsables => amélioration de la valorisation de l'entreprise et de la température de cet investissement, ce qui est en phase avec la mission première de la Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens d'assurer le versement des pensions des pharmaciens et de leurs ayants droit.

Cependant, la problématique est de réussir à quantifier et suivre ces actions faites par les diverses sociétés de gestion sur l'ensemble du portefeuille. Le premier axe d'amélioration est de développer ce suivi, en se fondant notamment sur les demandes de reportings en la matière qui commencent à émerger au niveau de la place de Paris.

2) Au niveau des fonds dédiés :

- exclusion des valeurs dont plus de 5 % du chiffre d'affaires est lié au tabac,
- exclusion des entreprises dont plus de 5 % du chiffre d'affaires relève de l'exploration, de l'extraction ou du raffinage de charbon thermique,
- exclusion des entreprises dont plus de 5 % du chiffre d'affaires provient de la production d'énergies fossiles non conventionnelles sur la base de la définition du label Febelfin,
- exclusion des entreprises dont le siège social est domicilié dans un pays ou territoire figurant sur la liste de l'Union européenne des pays et territoires non coopératifs à des fins fiscales,
- exclusion des entreprises dont le siège social est domicilié dans un pays ou territoire figurant sur la liste noire ou grise du Groupe d'action financière (GAFI),
- exclusion des obligations souveraines émises par des États figurant sur les listes précédentes et dont l'indice de perception de la corruption publié par Transparency International est strictement inférieur à 40,
- justification des investissements dans des entreprises dont la note ESG globale se situe sur les deux moins bons échelons ou parmi le moins bon tiers de l'échelle de notation de la société de gestion.

3) Au niveau des fonds ouverts :

- dialogue avec les sociétés de gestion si elles ont des niveaux élevés dans les secteurs exclus par la CAVOM, et notamment dans des entreprises ayant un chiffre d'affaires important dans les énergies fossiles non conventionnelles.

Ainsi, par ces actions, la CAVOM améliorera la prise en compte des enjeux ESG et Climatiques dans son portefeuille tout en privilégiant une approche « Best in Progress » plutôt que « Best in Class ».

Conclusion :

Pour cette seconde année, la CAVOM a analysé au mieux son portefeuille, en s'appuyant sur l'état de l'art actuel, sur l'analyse d'Amadeis, sur le questionnaire ESG de l'AF2I et sur la direction financière de la CAVP. L'exercice quantitatif a été réalisé. Cependant, un certain nombre de limites et de biais de construction de portefeuille, voire de mauvaise qualité des données ou de fortes approximations, apparaissent. C'est pourquoi, la CAVOM reste à ce jour très prudente à l'égard des résultats obtenus et des conclusions qui pourraient être hâtives, d'autant plus dans le contexte géopolitique incertain qui peut remettre en cause certaines priorités stratégiques pour notre pays. À l'inverse, la CAVOM préfère un travail de fonds en privilégiant le dialogue entre les entreprises et les sociétés de gestion des fonds dans lesquels elle investit, cette vision globale de l'entreprise par les analystes et les gérants étant créatrice de valeur tant financière qu'extra-financière.

Annexe 1 - Questionnaire ESG de l'AF2I envoyé aux sociétés de gestion dans les fonds desquels la CAVOM est investi, questionnaire en deux parties, une partie société de gestion et une partie fonds.