



CLIMAT & DÉBATS

Panorama des Pratiques ESG des Sociétés de Gestion: Résultats du questionnaire ESG de l'Af2i *

Lou WANDER^{1*,2*,3*}

Dans le cadre d'un partenariat associant l'Af2i, le groupe Hexagone et une quinzaine d'investisseurs institutionnels, un questionnaire ESG a été élaboré en 2023 et est désormais diffusé chaque année auprès des sociétés de gestion (SdG). En 2025, 178 réponses ont été recueillies, constituant un panel représentatif de la diversité des activités et des profils des SdG. L'objectif de cette étude est de dresser un état des lieux des pratiques en matière de politiques ESG des SdG, avec un focus particulier sur les politiques relatives aux énergies fossiles. En particulier, l'échantillon analysé montre que 85 % des SdG déclarent disposer d'une politique dédiée aux énergies fossiles, dont 80 % couvrent le charbon, 66 % les énergies non conventionnelles et 38 % les énergies conventionnelles. Les résultats mettent en évidence une prise en compte croissante des enjeux extra-financiers, illustrée notamment par le fort taux de SdG ayant mis en place des politiques actionnariales, témoignant d'une meilleure appropriation de ces sujets. Toutefois, la mise en œuvre effective de ces politiques dans la stratégie globale des acteurs reste encore limitée.

JEL Codes: G23; G28; Q000.

^{1*} Université Paris Dauphine - PSL

^{2*} Chaire Économie du Climat, Institut Europlace de Finance

^{3*} Groupe Hexagone

* Cette étude est réalisée en partenariat entre la Chaire Économie du Climat, le Groupe Hexagone et l'Association française des Investisseurs Institutionnels (Af2i)

MOTS-CLÉS

Questionnaire ESG

Sociétés de gestion

Politique actionnariale

Ambition climatique

Politique sur les énergies fossiles

Introduction

L'année 2022 a marqué le lancement d'un partenariat académique entre la Chaire Économie du Climat (CEC) et le groupe Hexagone, concrétisé par le co-encadrement de deux thèses portant sur les enjeux de la finance climatique. Au cours de la même année, le groupe Hexagone a également noué un partenariat avec l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) en vue de créer un questionnaire ESG de place à destination des sociétés de gestion (SdG). L'élaboration de ce questionnaire a fait l'objet de réflexions collectives incluant également un groupe de quinze investisseurs institutionnels.

C'est dans cet écosystème mêlant acteurs académiques et institutionnels qu'émerge ainsi le questionnaire ESG de l'Af2i. La première édition du questionnaire est publiée en 2023 et portée par une ambition commune : mobiliser l'ensemble des parties prenantes autour des enjeux extra-financiers, dont ceux associés à la transition bas-carbone.

Un an avant le début de ce partenariat et de la création du questionnaire ESG de l'Af2i, le groupe Hexagone avait pris l'initiative d'élaborer un questionnaire ESG destiné aux SdG partenaires avec lesquelles il collabore régulièrement. Cette enquête initiale, complétée par des entretiens menés auprès de plusieurs SdG, avait mis en évidence la sollicitation régulière des SdG par les investisseurs institutionnels pour répondre à de multiples questionnaires ESG. Face à ce constat, le questionnaire ESG de l'Af2i a ainsi été conçu considérant ces trois objectifs suivants :

1. **Engager collectivement les investisseurs institutionnels** afin d'élaborer un questionnaire commun et ainsi réduire la multiplication des sollicitations ESG adressées aux SdG ;
2. **Favoriser la collaboration entre investisseurs** pour que chacun puisse obtenir les informations clés dont il a besoin ;
3. **Assurer un suivi régulier des pratiques de marché** en matière d'ESG.

Depuis sa première édition, le questionnaire ESG est reconduit chaque année et fait l'objet d'améliorations continues. Celles-ci visent à intégrer les évolutions des pratiques ESG et à répondre au mieux aux attentes des investisseurs institutionnels. Le questionnaire adresse un grand nombre de sujets permettant d'évaluer le niveau de maturité d'intégration des critères extra-financier au sein des politiques RSE et ISR des SdG à travers plusieurs thématiques¹.

Entre 2023 et 2025, le questionnaire ESG de l'Af2i a connu une **participation croissante**, passant de 145 répondants à 178 en 2025, dont 107 ont pris part aux deux éditions². Les SdG répondantes présentent une grande diversité en termes de taille, d'activités et de profil actionnarial, témoignant de la représentativité de l'échantillon de la présente étude, notamment pour le marché français de la gestion d'actifs. En effet, **71 % des SdG de l'échantillon déclarent être agréées en France par l'AMF**, une proportion légèrement en hausse par rapport à 2023 (69 %). Les autres SdG sont principalement agréées dans des juridictions européennes : Luxembourg (13 %), Irlande (7 %), Suisse (2 %) et Royaume-Uni (2 %).

1. Démarche RSE ; adhésion à des initiatives de place ; organisation et ressources ; intégration des critères ESG via l'analyse de risques, via les politiques d'exclusion et le recours aux labels ; politiques de vote et d'engagement ; politiques spécifiques liées au social, la biodiversité et le climat

2. Les sociétés de gestion (SdG) sont invitées à répondre au questionnaire avant le mois de juin. L'étude de 2023 sur les résultats de l'enquête reposait donc sur les réponses reçues avant cette échéance. Certaines SdG ont toutefois répondu après cette date et n'ont pas été incluses dans l'analyse, ce qui explique l'écart entre 137 et 145 répondants.

L'objectif de ce rapport est de répondre au troisième objectif mentionné précédemment, **à savoir dresser un bilan des pratiques ESG des SdG ayant répondu aux questionnaires ESG de l'Af2i pour les années 2023 et 2025**³, lorsque les données disponibles permettent la comparaison. Une attention particulière sera portée aux politiques relatives aux **énergies fossiles**, cette thématique occupant une place importante dès l'édition 2023 du questionnaire et constituant un levier majeur de décarbonation des stratégies d'investissement.

Les deux premières parties du rapport présentent l'échantillon étudié à travers les principales caractéristiques des SdG, ainsi que les éléments relatifs aux équipes, à la diversité et à la gouvernance ESG. Les sections suivantes analysent successivement les politiques actionnariales mises en place par les SdG, leurs ambitions climatiques, les indicateurs de transition suivis et, enfin, les politiques relatives aux énergies fossiles.

Les résultats de cette analyse montrent que les enjeux climatiques occupent une place croissante dans les politiques d'investissement, traduisant une meilleure appropriation de ces sujets par les SdG. Toutefois, malgré cette progression, ces considérations demeurent insuffisamment intégrées aux stratégies d'investissement, comme en témoigne un manque d'actions concrètes.

1 Présentation de l'échantillon

Les SdG constituant l'échantillon du questionnaire exercent majoritairement leurs activités dans **l'univers coté**. En 2025, 60 % des SdG de l'échantillon interviennent sur ce segment, dont 37 % exclusivement, soulignant ainsi le poids important de cette classe d'actifs dans les résultats de l'enquête.

Au fil des années, une attention croissante a été portée à l'engagement des SdG actives dans l'univers non coté. En effet, les entreprises non cotées étant moins soumises aux exigences réglementaires, les ambitions en matière de neutralité carbone y sont généralement moins développées (LANG et al. 2024). En renforçant les exigences de transparence auprès de ce segment de marché, les SdG peuvent contribuer à une amélioration progressive des pratiques ESG dans ce secteur.

De fait, **le questionnaire ESG de l'Af2i s'efforce, dans la mesure du possible, de prendre en compte les spécificités propres à chaque classe d'actifs**, dans une logique de couverture globale de l'univers de la gestion d'actifs. Cette approche se traduit par une évolution notable de la représentativité des différentes catégories de SdG au sein de l'échantillon.

La part des SdG intervenant uniquement sur le **non coté a ainsi augmenté au fil des années**, passant de 17 % en 2023 à 31 % en 2025. En revanche, celle des SdG opérant exclusivement sur l'immobilier demeure stable et relativement faible, autour de 6 % sur la période. Une tendance similaire est observée pour les SdG actives uniquement sur le non coté et l'immobilier, qui représentent 2,7 % de l'échantillon. Enfin, la proportion de SdG intervenant sur plusieurs classes d'actifs progresse également, passant d'environ 15 % en 2023 à 26 % en 2025.

Les sociétés de gestion investissant dans les actifs cotés, et plus largement celles diversifiées sur les trois classes d'actifs (cotés, non cotés et immobiliers), sont celles qui affichent les encours les plus élevés de l'échantillon. À l'inverse, celles concentrées sur les actifs non cotés se situent majoritairement dans le bas de la distribution des encours.

3. Le questionnaire 2023 se fonde sur les données de 2022, et celui de 2025 sur les données de 2024.

Le type d'actionnariat constitue également un élément structurant pour caractériser les acteurs de la gestion d'actifs. Depuis quelques années, le nombre de SdG est en diminution (AMF 2025), du moins en France, traduisant un mouvement de concentration au sein de grands groupes. Ces derniers détiennent par ailleurs une part significative des encours sous gestion, ce qui en fait des acteurs majeurs du secteur.

En 2025, 39 % des SdG ayant répondu au questionnaire sont détenues majoritairement par des personnes physiques, contre 30 % en 2023. Toutefois, leur part dans les encours sous gestion reste limitée à 2 % du total. Les établissements de crédit représentent 10 % de l'échantillon (8 % en 2023) et concentrent 11,2 % des encours. Les compagnies d'assurance et les mutuelles comptent pour 9 % des répondants (10 % en 2023), représentant 15,7 % des encours. Enfin, les prestataires de services d'investissement représentent 18 % de l'échantillon et 14 % des encours.

Ces catégories d'actionnariat s'appuient sur les définitions proposées par l'AMF dans son état des lieux de la gestion d'actifs en France. À noter qu'un nombre significatif de SdG déclarent un autre type d'actionnariat : elles représentent 21 % de l'échantillon et concentrent 57 % des encours.

La figure 1 présente la distribution des encours sous-gestion de l'échantillon par décile. Globalement, la taille des encours sous-gestion des échantillons de 2023 et 2025 est similaire.

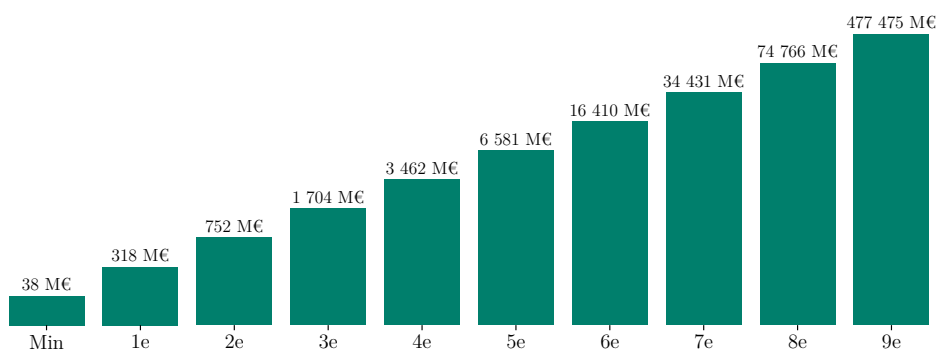


FIGURE 1 – Distribution des encours sous gestion en millions d'euros par déciles en 2025

Note de lecture : Les déciles (D_1 à D_9) représentent les valeurs en dessous desquelles se situent respectivement 10 %, 20 %, ..., 90 % des réponses. Dans la figure 1, les valeurs présentées correspondent aux seuils d'encours sous gestion pour chaque décile de la distribution, exprimés en millions d'euros. Par exemple, le D_5 (5^e décile) correspond au niveau d'encours au-dessous duquel se situent 50 % des sociétés de gestion de l'échantillon.

2 Équipes, diversité et gouvernance ESG

Le questionnaire ESG de l'Af2i contient des questions portant sur les équipes et sur l'intégration des enjeux ESG au sein de la gouvernance des organisations, afin de mieux appréhender leurs dynamiques internes. Ces éléments sont présentés brièvement dans cette section.

La **représentativité des femmes** au sein des SdG demeure stable entre 2023 et 2025, représentant 38 % des effectifs totaux. En 2023, la part des femmes dans les équipes de gestion s'élevait à 27 %, tandis qu'en 2025, **la proportion de femmes gérantes au sein de ces équipes atteint 23 %**⁴.

Cette évolution s'inscrit dans la continuité des tendances observées dans des enquêtes précédentes (KADDOURI 2024 ; REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE 2025), et met en évidence un **déséquilibre marqué entre la présence**

4. La ventilation spécifique par fonction de gérante n'est pas disponible pour l'année 2023.

des femmes dans les équipes ESG et dans les équipes de gestion. Si en 2025, les femmes représentent en moyenne 23 % des équipes de gestion, elles représentent 50 % des équipes ESG (47 % en 2023).

S'agissant des postes de direction, la féminisation progresse légèrement : en 2025, 11 % des SdG sont présidées par une femme, contre 5 % en 2023. Par ailleurs, 27 % des sociétés sont dirigées par une directrice générale, contre 12 % en 2023, témoignant ainsi d'une dynamique positive vers une meilleure représentation des femmes aux postes de gouvernance.

Au-delà de ces aspects de diversité, la composition des équipes de gestion et ESG reste globalement stable sur la période. Le taux médian de gérants au sein des équipes de gestion est de 50 %, un niveau supérieur à la moyenne nationale observée en 2023 (22 %) (AMF 2025). À titre de comparaison, les membres des équipes ESG représentent en valeur médiane 11 % des effectifs des équipes de gestion, une représentativité qui demeure stable entre 2023 et 2025.

La formation aux enjeux ESG constitue un autre indicateur intéressant. En moyenne, 80 % des effectifs ont suivi une formation ESG au cours des deux années précédant la réponse au questionnaire, un niveau stable entre 2023 et 2025, bien que les formats de formation demeurent très hétérogènes selon les SdG. S'agissant des formations diplômantes en finance durable, la valeur médiane des ETP des équipes de gestion ayant obtenu une accréditation AMF ESG, CESGA ou CFA ESG est de 0,5 %, atteignant 9 % au dernier décile pour l'ensemble de l'échantillon. Cette valeur reste stable sur la période étudiée.

Enfin, les modalités de rattachement hiérarchique des équipes ESG ont légèrement évolué. En 2025, 38 % des SdG déclarent que leurs équipes ESG sont rattachées à la direction générale (contre 37 % en 2023). La proportion de celles rattachées à la direction de l'investissement diminue de 46 % à 36 %, potentiellement en raison de l'apparition d'une nouvelle modalité de réponse en 2025 : une direction autonome « durabilité », intégrant les fonctions d'investissement ainsi que d'autres services tels que la RSE, mentionnée par 13 % des répondants.

3 Politique actionnariale

La politique actionnariale constitue un levier essentiel pour accompagner les entreprises en portefeuille, notamment dans leur trajectoire de transition bas-carbone. Cette sous-partie propose un aperçu des principales tendances en matière de politiques d'engagement et de vote.

Engagement

La première analyse porte sur les formats et outils mobilisés par les SdG pour mener à bien leurs campagnes d'engagement⁵. **La proportion de sociétés disposant d'une politique d'engagement reste élevée et est en légère hausse**, passant de 81 % en 2023 à 83 % en 2025. Parmi elles, 32 % mènent leurs actions seules (contre 22 % en 2023), 30 % combinent approche individuelle et collaborative (contre 54 % en 2023), et 7 % privilégient exclusivement l'engagement collaboratif (contre 4 % en 2023).

L'engagement collaboratif permet aux SdG de concentrer leurs actions sur des thématiques communes et de mutualiser leurs ressources ainsi que leur influence, ce qui renforce leur capacité d'impact auprès des entreprises ciblées. Les plateformes par l'intermédiaire desquelles cet engagement collaboratif prend forme sont nombreuses et se sont multipliées ces dernières années. Bien que la liste proposée dans le questionnaire soit déjà relativement complète, en 2025, 50 % des SdG actives dans l'engagement actionnarial via des coalitions ont indiqué recourir à d'autres initiatives.

Plateformes Engagement Collaboratif

Parmi les réponses de 2025, la *Plateforme d'engagement des PRI* demeure l'initiative la plus citée (65 %), suivie de *Climate Action 100+* (53 %) et de la *Non-Disclosure Campaign* (NDC) du *Carbon Disclosure Project* (CDP), illustrant une nouvelle fois l'hétérogénéité des pratiques en matière d'engagement collaboratif. Des informations complémentaires sont disponibles en annexe A.

5. Dans le questionnaire, il était défini que l'engagement se réfère à : l'envoi d'un questionnaire à l'entreprise ; entretiens formalisés avec le management ; courrier ; question écrite en AG ; proposition de résolution ; formalisation d'objectifs

Par ailleurs, en 2025, la majorité des SdG impliquées dans l’engagement collaboratif se positionnent en tant que simples soutiens auprès des coalitions (56 %). 34 % assument le rôle d’acteur principal dans la conduite des campagnes, tandis que 30 % se déclarent acteurs secondaires dans ces démarches collaboratives.

L’engagement se traduit par l’utilisation d’une diversité d’outils. Le questionnaire ESG de l’Af2i proposait plusieurs réponses afin d’identifier les moyens utilisés en priorité par les SdG, comme l’illustre la figure 2, parmi lesquelles dominent les entretiens formels avec le management.

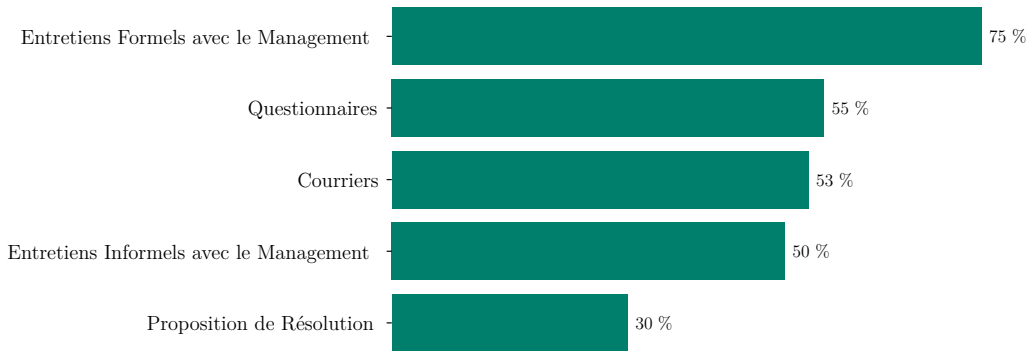


FIGURE 2 – Outils de l’engagement - Enquête 2025

La figure précédente met en évidence que le dépôt de résolutions en assemblée générale constitue le moyen le moins fréquemment utilisé par les sociétés de gestion (SdG), alors que la politique de vote apparaît comme un levier central des stratégies d’engagement. Ce faible recours au dépôt de résolutions peut s’expliquer, au moins en partie, par les exigences légales en vigueur dans certains pays - notamment en France - qui imposent de détenir un pourcentage minimal du capital (ou de la valeur des titres) d’une entreprise pour pouvoir soumettre une résolution en assemblée générale.

La mesure de l’efficacité et du volume des campagnes d’engagement reste limitée. À titre indicatif, le questionnaire ESG de l’Af2i intègre une question portant sur le nombre de campagnes réalisées au cours des cinq dernières années. Les résultats montrent une moyenne fortement influencée par une valeur maximale très élevée et éloignée du troisième quartile, traduisant une forte hétérogénéité des pratiques selon la taille et le profil des SdG. La médiane s’établit à 12 campagnes d’engagement.

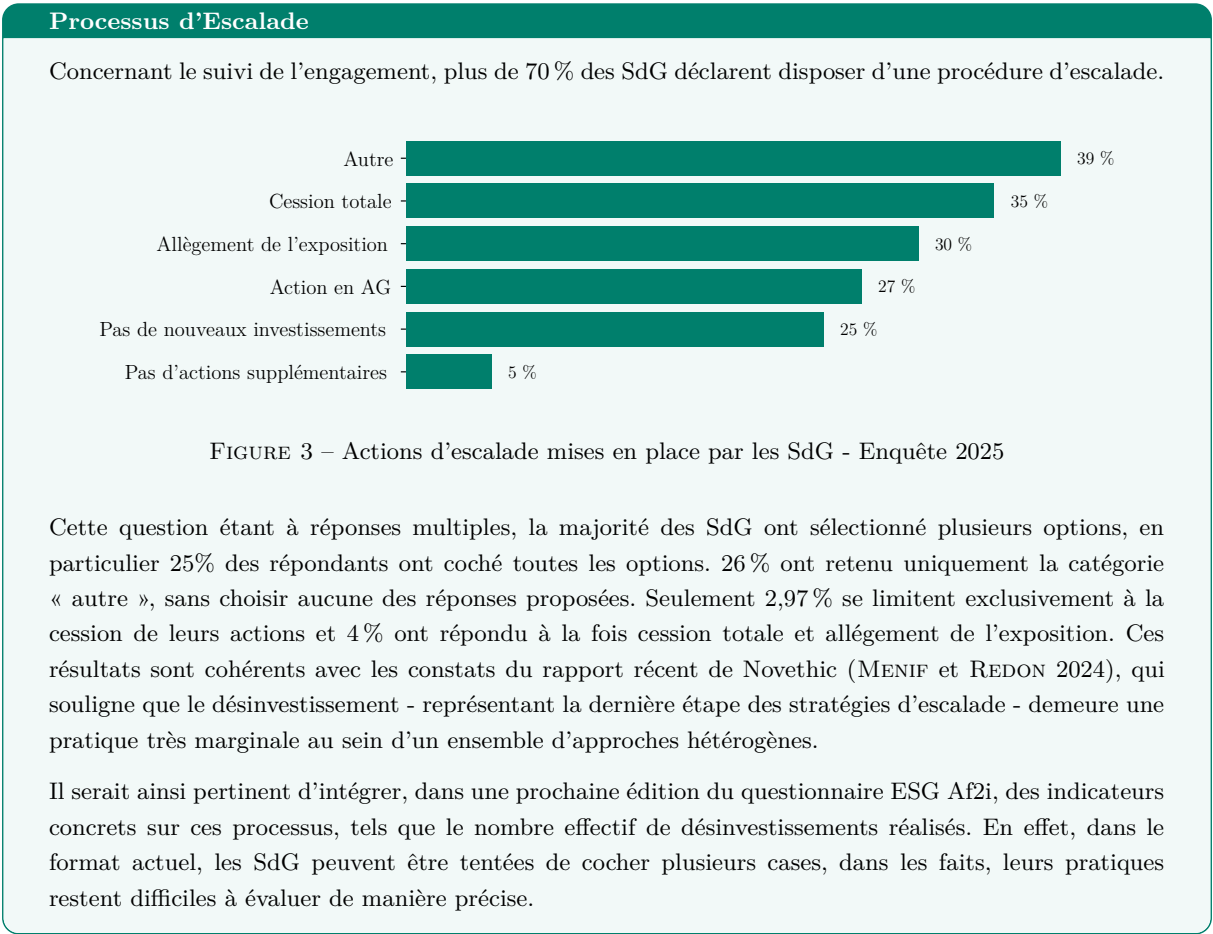
	Moyenne	Q1	Médiane	Q3	Maximum	Périmètre - taux de réponse
Nombre de campagnes d’engagements	733	5	12	150	21 903	81 %
Nombre de succès des campagnes d’engagements	56	1	10	53	1 298	63 %
Nombre d’échecs des campagnes d’engagements 2024	18.79	0	1	11.75	375	62 %

TABLE 1 – Statistiques descriptives sur l’engagement - Enquête 2025

Note de lecture : Le tableau présente des statistiques descriptives relatives au nombre de campagnes d’engagement déclarées par les SdG, ainsi qu’au nombre de succès et d’échecs associés. Les quartiles (Q_1 , Q_2 et Q_3) indiquent respectivement les valeurs au-dessous desquelles se situent 25 %, 50 % (médiane) et 75 % des observations, permettant d’apprécier la distribution des réponses. On observe une forte dispersion, en particulier pour le nombre total de campagnes : 50 % des répondants ont mené moins de 12 campagnes alors que la valeur maximale observée est de 21 000.

Lorsque l’on s’intéresse au nombre de campagnes d’engagement abouties, le taux de réponse passe de 80 % à la question précédente (i.e., le nombre de campagnes réalisées) à 63 % dans le questionnaire 2025. Les chiffres déclarés par les SdG sont logiquement inférieurs au nombre total d’engagements, la médiane du nombre de réussites s’élevant ainsi à 10. En comparaison, le nombre d’échecs reportés en 2025 demeure relativement limité par rapport aux réussites. De manière générale, il a été observé que les SdG communiquent prudemment sur ces statistiques. À noter que des réponses incohérentes ont été relevées, en particulier lorsque le nombre d’échecs et de succès reportés sur les cinq dernières années était supérieur au nombre de campagnes réalisées. Il est

ainsi recommandé que les SdG fassent preuve de vigilance dans le reporting de ce type de données, qui restent globalement qualitatives et difficiles à évaluer d’un point de vue externe.



Politique de vote

Le second volet de la politique actionnariale concerne la politique de vote, un outil essentiel qui permet d’accompagner et de renforcer les campagnes d’engagement menées par les SdG.

En comparant les deux échantillons, on constate une baisse de la proportion de SdG déclarant avoir mis en place une politique de vote : de 84 % en 2023 à 77 % en 2025. Si l’on se concentre sur les SdG communes aux deux éditions, on observe également une diminution : 80 % d’entre elles déclarent disposer d’une politique de vote en 2025, contre 87 % en 2023. Cette évolution s’explique en partie par l’apparition de la catégorie « non concerné », qui représente 16 % des répondants en 2025, alors qu’en 2023 11 % déclaraient ne pas avoir de politique de vote et 2,8 % en 2025.

En 2025, 14 % des SdG indiquent ne pas être concernées par les politiques de vote, la majorité appartenant aux segments du non coté et de l’immobilier. Parmi ces dernières, 50 % gèrent moins de 5 585 millions d’euros d’encours. Enfin, 8 % déclarent ne pas disposer de politique de vote, dont près de la moitié (46 %) ont un encours inférieur à 500 millions d’euros.

Le questionnaire 2025 intégrait une question sur l’éventuelle existence d’un seuil de détention pour exercer le droit de vote. La majorité des SdG indiquent ne pas appliquer de seuil (71 %). En revanche, 13 % déclarent disposer d’un seuil commun pour l’ensemble de leurs fonds, tandis que 8 % précisent que ce seuil varie selon les fonds. Les SdG ayant indiqué l’existence de seuils de détention mentionnent, pour la grande majorité, un seuil minimal de 1 %.

Parmi les SdG ayant indiqué disposer d’une politique de vote en 2025, 70 % déclarent intégrer des critères extra-financiers à cette politique, contre 87 % en 2023⁶. Plus spécifiquement, 67 % mentionnent

6. Cette tendance à la baisse s’observe également pour les entreprises ayant répondu à la fois aux questionnaires 2023 et 2025.

avoir une politique relative à la rémunération des dirigeants (84 % en 2023), dont 52 % indiquent avoir déjà voté contre des résolutions *Say on Pay* (80 % en 2023). Par ailleurs, 56 % déclarent avoir voté contre la cumulation des fonctions de président du conseil et de directeur général (contre 16 % en 2023, et 72 % qui considéraient alors la question au cas par cas). Enfin, 60 % disposent en 2025 d'une politique concernant la féminisation des conseils d'administration, contre 54 % en 2023.

Concernant l'ambition climatique des politiques de vote, **30 % des SdG ont déclaré inclure des éléments relatifs à la transition bas-carbone des entreprises dans la partie extra-financière de leur politique de vote en 2025**. Cependant, les résolutions portant spécifiquement sur le climat demeurant rares, une partie des SdG, et plus largement des investisseurs, détournent certaines résolutions pour exprimer leur désaccord avec la stratégie des entreprises (MENIF et REDON 2024).

En effet, l'absence de résolution *Say on Climate* n'empêche pas les actionnaires de se prononcer sur la stratégie climatique des entreprises. Selon un article de Novethic (DUMAS 2025), l'entreprise australienne Woodside, dont le *Say on Climate* avait été rejeté en 2024 (avec seulement 40 % de votes favorables), n'a pas soumis de résolution similaire l'année suivante. Ses actionnaires ont alors exprimé leur désapprobation en votant à près de 20 % contre la réélection de la présidente du comité de durabilité.

Moins de la moitié de l'échantillon des SdG ayant répondu à l'enquête indiquent qu'ils pourraient **voter contre la réélection du ou de la président.e du conseil** en cas de manque de transparence sur les données extra-financières et/ou d'un manque d'ambition en matière de transition bas-carbone.

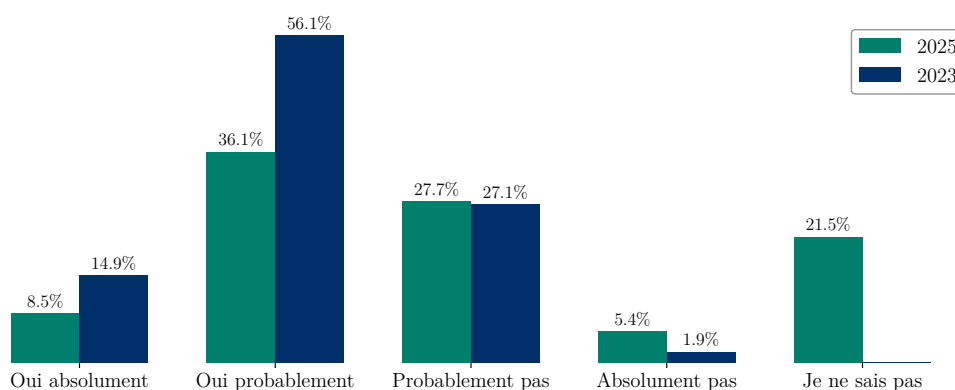


FIGURE 4 – Position des SdG vis-à-vis du vote contre la réélection d'un président en cas de manque d'ambition climatique

En comparaison, en 2023, la proportion de réponses positives était plus élevée (15 % « oui absolument » et 56 % « oui probablement »), traduisant un recul probablement expliqué par la possibilité de répondre "je ne sais pas" qui n'était pas proposée en 2023.

Si les *Say on Pay* sont désormais plus ou moins adoptés par les acteurs financiers, les *Say on Climate*, apparus plus récemment, font encore l'objet de politiques moins systématiques. **Le taux de soutien moyen à ces résolutions a reculé en 2023**, notamment en raison du désengagement des acteurs nord-américains. Ces résolutions d'actionnaires sur le climat mobilisent néanmoins un grand nombre d'investisseurs français (MENIF et REDON 2024).

Dans cette enquête, **47 % des SdG disposant d'une politique de vote** déclarent avoir mis en place une politique spécifique sur les *Say on Climate*, contre 63 % en 2023. Cependant, lorsque l'on se concentre sur les SdG ayant répondu aux deux éditions du questionnaire, on observe cette fois une hausse de la proportion de politiques *Say on Climate* : 53 % déclaraient en disposer en 2023, contre 59 % en 2025, témoignant ainsi d'une progression. Les modalités d'application varient selon les acteurs, la majorité indiquant déterminer leur vote au cas par cas, ce qui reflète la diversité - voire l'expérimentation - des approches en la matière. D'autant plus que le manque de transparence sur les enjeux climatiques des entreprises reste un des critères principaux du vote contre Say On Climate.

Critères appliqués en cas de vote contre un <i>Say on Climate</i>	2025	2023
Cas par cas en fonction des entreprises	81.54 %	67.6 %
Manque de transparence de l'entreprise sur les enjeux climatiques	72.31 %	63.2 %
Le plan de transition manque d'ambition et/ou fait preuve d'incohérence	58.46 %	54.4 %
Pas d'objectifs clairs de réduction des émissions	56.92 %	N.A
Le scope 3 n'est pas pris en compte dans les plans de transition	55.38 %	45.6 %
Le scénario de référence ne s'appuie pas sur un scénario scientifique	49.23 %	44.1 %
Le plan de transition ne couvre pas l'ensemble des pays où l'entreprise opère	38.46 %	39.7 %
Pas d'objectifs de temporalité	40.00 %	N.A

TABLE 2 – Motivations menant à un vote contre un Say on Climate

4 Politiques climatiques - différents objectifs

Cette partie propose une analyse des principales orientations des politiques adoptées par les SdG face au changement climatique. Elle met en lumière le degré d'appropriation de ces enjeux au sein de la gestion d'actifs et les différences observées selon certains profils d'acteurs.

En 2023, 45 % des sociétés déclaraient avoir mis en place des objectifs de réduction visant la neutralité carbone. En 2025, 60 % des SdG indiquent disposer de politiques de réduction des émissions inscrites dans une politique climatique formalisée. Chaque année, l'ADEME, via la plateforme du *Climate Transparency Hub* (CTH), analyse les rapports « article 29 LEC » des SdG françaises, soit 579 acteurs (ayant répondu en 2023). D'après ces données, 60 % des SdG ne disposaient pas d'objectifs formalisés en matière de stratégies climatiques en 2023. Ce taux est nettement plus faible (40 %) parmi les répondants au questionnaire Af2i, ce qui illustre un potentiel biais de sélection : la collecte des réponses semble concerner davantage des SdG ayant déjà mis en place un minimum de politique climatique.

Parmi les sociétés n'ayant pas déclaré de politique climatique dans le questionnaire ESG de l'Af2i, on retrouve des acteurs présents à la fois sur les marchés cotés et non cotés, sans qu'une tendance particulière ne se dégage selon les classes d'actifs sous gestion. En revanche, cette catégorie se distingue par une taille généralement plus réduite : le troisième quartile de leurs encours s'élève à 10 149 millions d'euros, contre 37 884 millions pour l'échantillon global.

La nature des objectifs varie selon les acteurs ayant mis en place une stratégie climatique. Au total, 31 % déclarent viser la neutralité carbone (*net zero*), 24 % poursuivent un objectif d'alignement de température - un chiffre cohérent avec les observations faites par ADEME -, 18 % des SdG ont défini des objectifs de réduction assortis d'un objectif d'allocation vers des entreprises certifiées SBTi⁷, et 26 % ont uniquement déclaré disposer d'objectifs de réduction sans précision supplémentaire.

Émergence du Critère d'Allocation SBTi

S'agissant des 18 % des SdG ayant déclaré disposer d'objectifs cibles d'allocation alignés avec la SBTi, cette proportion tombe à 12 % lorsqu'on considère l'ensemble des répondants, et non plus uniquement ceux disposant d'une politique climatique formalisée, parmi les SdG agréés en France. Ce chiffre est nettement supérieur à celui rapporté par ADEME lors de la dernière analyse des rapports « article 29 LEC » : dans ce rapport, seuls 2 % des SdG gérant plus de 500 millions d'euros d'encours déclaraient avoir établi un tel objectif.

Bien que ces deux études portent sur des années différentes (années fiscales 2022 versus 2024) et reposent sur des échantillons légèrement distincts, il conviendra d'examiner les prochains rapports de l'ADEME afin de déterminer si cette différence traduit une véritable hausse du nombre d'objectifs d'allocation SBTi ou, au contraire, une tendance des SdG à davantage divulguer de l'information dans des questionnaires non réglementaires, tels que celui de l'Af2i, par rapport aux rapports « article 29 LEC ».

7. La Science Based Targets initiative (SBTi) est une organisation qui aide les entreprises et institutions financières à fixer des objectifs de réduction des émissions alignés sur les données scientifiques du climat. Elle définit des standards, fournit des outils et valide les objectifs soumis afin de garantir leur compatibilité avec les trajectoires de limitation du réchauffement climatique, notamment à 1,5 °C.

Objectifs de réduction des émissions de GES

Les SdG ayant déclaré des objectifs de réduction de GES, qu'il s'agisse d'atteindre la neutralité carbone ou simplement de se fixer des cibles de réduction, devaient en préciser la quantification. **Or, très peu indiquent ces objectifs à court, moyen et long terme**, comme l'illustre la table 3 ci-dessous.

	Min	Q1	Médiane	Q3	Max	Taux de réponse
Objectifs court terme (2027)	5.0 %	25.0 %	30.0 %	35.0 %	75.0 %	26.92 %
Objectifs moyen terme (2030)	10.0 %	47.75 %	50.0 %	53.0 %	75.0 %	53.85 %
Objectifs long terme (2050)	0.0 %	42.0 %	100.0 %	100.0 %	100.0 %	37.10 %

TABLE 3 – Objectifs de réduction des émissions de GES selon l'horizon temporel - Enquête 2025

Note de lecture : On observe que la médiane atteint 100 % pour les objectifs de long terme (2050), ce qui signifie que la moitié de l'échantillon vise une réduction totale des émissions de GES à cet horizon, par rapport à une année de référence prédéfinie. À court terme (2027), 75 % des répondants ont déclaré un objectif de réduction inférieur ou égal à 35 %, ce qui traduit des ambitions plus limitées sur les horizons rapprochés.

Les réponses fournies par les SdG à cette question apparaissent cohérentes, les objectifs de réduction en pourcentage augmentant avec l'horizon temporel, la médiane atteignant 100 % pour les objectifs de long terme. Toutefois, comme indiqué précédemment, ces résultats doivent être interprétés avec prudence, car ils ne reflètent qu'une faible part de l'échantillon disposant d'une politique climatique formalisée avec des objectifs de réduction de GES, le taux de réponse étant limité. **Plus précisément, 40 % des SdG ayant des objectifs de réduction de GES n'ont communiqué aucun objectif chiffré, tandis que 21 % n'en ont fourni qu'un seul, pour un seul horizon temporel.** Enfin, seules 24 % des SdG concernées ont déclaré des objectifs chiffrés pour l'ensemble des trois horizons temporels.

Par ailleurs, la majorité des SdG ayant défini des objectifs de réduction de GES (soit 70 %) ont répondu à la question portant sur le périmètre de ces objectifs en termes de fonds ouverts. Parmi elles, 50 % déclarent appliquer ces objectifs à la totalité (100 %) de leurs encours, tandis que 25 % les appliquent à un périmètre plus restreint, représentant moins de 47 % de leurs encours.

Objectifs d'alignement

Les SdG ayant déclaré des objectifs d'alignement de trajectoire de température recourent majoritairement à un **prestataire externe** pour le calcul de cette trajectoire (60 %). L'ensemble de ces acteurs a également précisé la trajectoire suivie : 41 % visent une trajectoire compatible avec 1,5 °C, 39 % une trajectoire inférieure à 2 °C, 18 % une trajectoire à 2 °C, et 2,6 % une trajectoire à 2,5 °C. Par ailleurs, 85 % des SdG ayant défini des objectifs d'alignement prennent en compte les émissions sur les scopes 1, 2 et 3. Ces objectifs couvrent plus de 80 % des fonds ouverts pour 75 % des entreprises ayant défini des objectifs d'alignement ⁸.

Objectifs d'allocation SBTi

La table 4 présente plus en détail les objectifs d'allocation d'entreprises certifiées SBTi (pour les 18 % de SdG ayant cet objectif), en distinguant les horizons temporels de court, moyen et long terme. Elle montre des niveaux d'ambition particulièrement élevés sur le long terme, avec des allocations médianes et interquartiles proches de 100 %.

	Min	Q1	Médiane	Q3	Max	Taux de réponse
Allocation SBTi court terme (2027)	0.00 %	28.75 %	37.00 %	42.50 %	90.00 %	28.59 %
Allocation SBTi moyen terme (2030)	30.00 %	50.00 %	72.50 %	99.25 %	100.00 %	68.97 %
Allocation SBTi long terme (2050)	0.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	51.72 %

TABLE 4 – Objectifs d'allocation d'entreprises certifiées SBTi selon l'horizon temporel - Enquête 2025

Note de lecture : À long terme (2050), la médiane comme les premier et troisième quartiles atteignent 100 %, ce qui indique qu'au moins 75 % des SdG ayant répondu visent une allocation intégralement orientée vers des

8. 74 % des SdG ayant des objectifs d'alignement ont répondu à cette question sur le périmètre d'application de cet objectif.

entreprises certifiées SBTi à cet horizon. À moyen terme (2030), la moitié des entreprises déclarent un objectif d'allocation d'au moins 72,5 %, contre 37 % à court terme.

Parmi les SdG ayant déclaré des objectifs d'allocation SBTi, 28 % n'ont fourni aucune donnée chiffrée. **Environ 21 % ont défini des objectifs sur les trois horizons temporels**, tandis que 28 % ont communiqué uniquement sur les horizons à moyen et long terme. Enfin, 17 % n'ont renseigné qu'un seul horizon.

Globalement, la mise en place d'objectifs d'allocation SBTi demeure encore limitée et hétérogène au sein des SdG, illustrant une pratique en développement mais loin d'être généralisée.

Identification des entreprises en transition

La définition de politiques climatiques assorties d'objectifs ambitieux constitue une étape essentielle, mais elle demeure insuffisante si elle n'est pas accompagnée d'actions concrètes permettant de suivre et d'accompagner les entreprises en portefeuille. Les acteurs financiers doivent ainsi développer des outils d'analyse leur permettant d'identifier et de soutenir les entreprises engagées dans une trajectoire de transition crédible.

Dans cette perspective, le questionnaire 2025 interroge les SdG sur ce point, afin de déterminer si elles ont mis en place des dispositifs d'analyse de la transition des entreprises. Ainsi, **60 % d'entre elles déclarent analyser la transition des entreprises en portefeuille**. Parmi ces SdG, 57 % indiquent calculer ces indicateurs sur l'ensemble des encours, tandis que 43 % les appliquent uniquement à certains fonds. En l'absence de méthode standardisée pour mesurer cette transition, les SdG étaient invitées à préciser les approches et méthodologies employées.

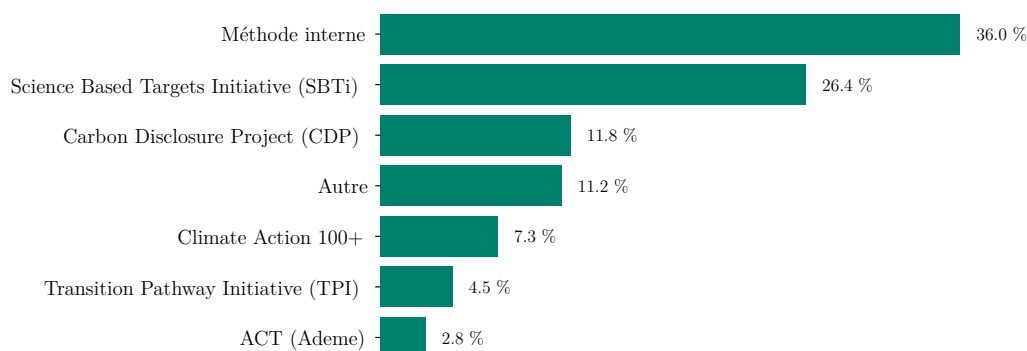


FIGURE 5 – Méthodes utilisées pour analyser la transition des entreprises - Enquête 2025

La figure 5 met en évidence le rôle central joué par les **méthodologies développées en interne**, reflétant ainsi l'**hétérogénéité des pratiques** d'analyse de la transition. Dans de nombreux cas, cette approche interne est combinée à l'utilisation de plusieurs bases de données externes, parmi lesquelles celle de la SBTi apparaît comme la plus mobilisée, avec 26,4 % des réponses.

5 Politiques sur les énergies fossiles

L'élaboration de politiques d'investissement sectorielles apparaît essentielle pour répondre aux défis de la transition bas-carbone, en particulier dans les secteurs les plus émetteurs de l'économie. Cette sous-section propose ainsi une analyse des politiques d'investissement relatives aux énergies fossiles.

En 2025, 14,6 % des SdG déclarent ne pas disposer de politique spécifique concernant les énergies fossiles (qu'il s'agisse d'engagement et/ou d'exclusion). Moins de 1 % indiquent par ailleurs que leur structure n'investit pas et ne prévoit pas d'investir dans des actifs liés au secteur énergétique fossile.

Exposition aux énergies fossiles

L'analyse des politiques climatiques suppose tout d'abord d'évaluer l'exposition effective des SdG aux énergies fossiles. Les questionnaires 2023 et 2025 incluaient ainsi une question relative à l'exposition selon le critère PAI 4

de la directive européenne SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), c'est-à-dire une exposition calculée dès le premier euro investi. Ils interrogeaient également les répondants sur leur exposition mesurée à partir de la part du chiffre d'affaires des entreprises provenant des énergies fossiles, le critère PAI 4 ne tenant pas compte de l'intensité de la dépendance.

Critère PAI

Entre 2023 et 2025, on observe une hausse du taux de réponse, tant pour le critère PAI 4 que pour l'exposition fondée sur le chiffre d'affaires. Cette évolution traduit une amélioration de l'accès à l'information, probablement favorisée par le renforcement du cadre réglementaire. Le taux de réponse apparaît systématiquement plus élevé pour l'exposition selon le critère PAI 4 que pour celle calculée à partir du chiffre d'affaires, illustrant le rôle structurant que peut jouer la réglementation dans la disponibilité de ce type de données. Ce constat rejoint d'ailleurs les analyses de l'AMF ET ACPR, qui soulignent également l'importance du cadre réglementaire dans le suivi des engagements climatiques des acteurs financiers en 2024.

	Questionnaire	Min	Q1	Médiane	Q3	Max	Taux de réponse
Exposition aux énergies fossiles (PAI 4)	2025	0 %	2 %	4 %	6 %	26 %	66.3 %
Exposition aux énergies fossiles (PAI 4)	2023	0 %	0 %	2 %	6 %	94 %	43.4 %
Exposition aux énergies fossiles (chiffre d'affaires retraité)	2025	0 %	0 %	1 %	2 %	7 %	41.3 %
Exposition aux énergies fossiles (chiffre d'affaires retraité)	2023	0 %	0 %	0.03 %	1.9 %	8.4 %	37.2 %

TABLE 5 – Exposition aux entreprises actives dans les énergies fossiles

Note de lecture : En 2025, la moitié des sociétés de gestion déclare une exposition aux énergies fossiles (indicateur PAI 4) inférieure ou égale à 4 % des encours totaux, contre 2 % en 2023. On observe également une dispersion importante entre les acteurs : alors que la plupart présentent une faible exposition, certaines sociétés déclarent des niveaux très élevés, jusqu'à 26 % en 2025 et 94 % en 2023 pour les valeurs maximales de l'échantillon.

L'année 2023 se distingue par une valeur maximale particulièrement élevée (94 %) pour le critère PAI 4, contre 26 % en 2025, tandis que les valeurs maximales basées sur le chiffre d'affaires restent nettement plus faibles en 2023 qu'en 2025. Globalement, l'exposition mesurée via le chiffre d'affaires apparaît inférieure, soit environ quatre fois plus faible que celle obtenue par le critère PAI 4. Enfin, la comparaison des réponses PAI 4 entre 2023 et 2025 ne révèle pas une baisse, mais plutôt une tendance à la hausse de l'exposition aux énergies fossiles, qui peut être due au changement de l'échantillon entre les deux périodes étudiées. À l'inverse, les distributions fondées sur le chiffre d'affaires montrent une exposition plus faible dans les quartiles supérieurs mais plus élevée dans les quartiles inférieurs, suggérant une réduction potentielle de l'exposition aux énergies fossiles.

Au sein de ces énergies fossiles, le charbon occupe une place particulière dans les débats de transition bas-carbone. Le questionnaire 2025 interrogeait spécifiquement les SdG sur leur exposition aux entreprises impliquées dans la chaîne de valeur du charbon.

	Questionnaire	Min	Q1	Médiane	Q3	Max	Taux de réponse
Exposition au charbon (chiffre d'affaires non retraité)	2025	0 %	0 %	0 %	1 %	10 %	51.9 %
Exposition au charbon (chiffre d'affaires retraité)	2025	0 %	0 %	0 %	0 %	5 %	42.3 %

TABLE 6 – Exposition aux entreprises impliquées dans la chaîne de valeur du charbon

Note de lecture : En 2025, la moitié des sociétés de gestion déclarent une exposition nulle au charbon, quelle que soit la méthode retenue. Le troisième quartile est égal à 1 %, ce qui signifie que 25 % des sociétés de gestion présentent une exposition supérieure à ce seuil.

L'exposition au charbon est inférieure à celle observée pour l'ensemble des énergies fossiles, ce qui est cohérent. Toutefois, le taux de réponse demeure lui aussi inférieur à celui relevé pour l'exposition globale aux énergies fossiles. La table 6 montre que seules quelques SdG déclarent être exposées aux entreprises exploitant le charbon, avec un taux de réponse représentant environ la moitié de l'échantillon.

Concernant la définition des hydrocarbures non conventionnels et de la zone arctique, on observe une meilleure

prise en compte des définitions recommandées par plusieurs institutions, notamment l'AFG⁹. Des informations complémentaires à ce sujet sont présentées en Annexe A.

Engagement versus Exclusion

Les pratiques d'engagement sont souvent présentées en opposition à celles d'exclusion, en particulier dans les secteurs présentant des enjeux climatiques majeurs, comme celui des énergies fossiles. Le questionnaire de l'Af2i interroge ainsi les SdG sur leurs approches vis-à-vis de ce secteur, dans lequel **la combinaison de l'engagement et de l'exclusion peut constituer une stratégie pertinente**. En effet, une politique d'engagement active peut être mise en œuvre tout en prévoyant, en parallèle, une réduction progressive des seuils d'exclusion. Cette démarche permet de fixer un horizon temporel clair en vue d'un désinvestissement définitif, articulant ainsi pression actionnariale et stratégie de sortie ordonnée.

L'édition 2023 du questionnaire interrogeait les SdG sur les moyens d'action mis en place vis-à-vis du secteur des énergies fossiles globalement. Il en ressortait que 45,5 % des répondants déclaraient mener à la fois des politiques d'engagement et d'exclusion, 34,5 % une politique d'exclusion uniquement, et 6 % une politique actionnariale seule. Par ailleurs, en 2023, 80 % des SdG indiquaient avoir une politique de désinvestissement sur le charbon, 51 % sur les hydrocarbures non conventionnels et 38 % sur les hydrocarbures conventionnels.

L'édition 2025 du questionnaire se distingue en affinant l'analyse : les stratégies sont désormais examinées de manière différenciée selon chaque type d'énergie, permettant ainsi une lecture plus fine des pratiques mises en œuvre.

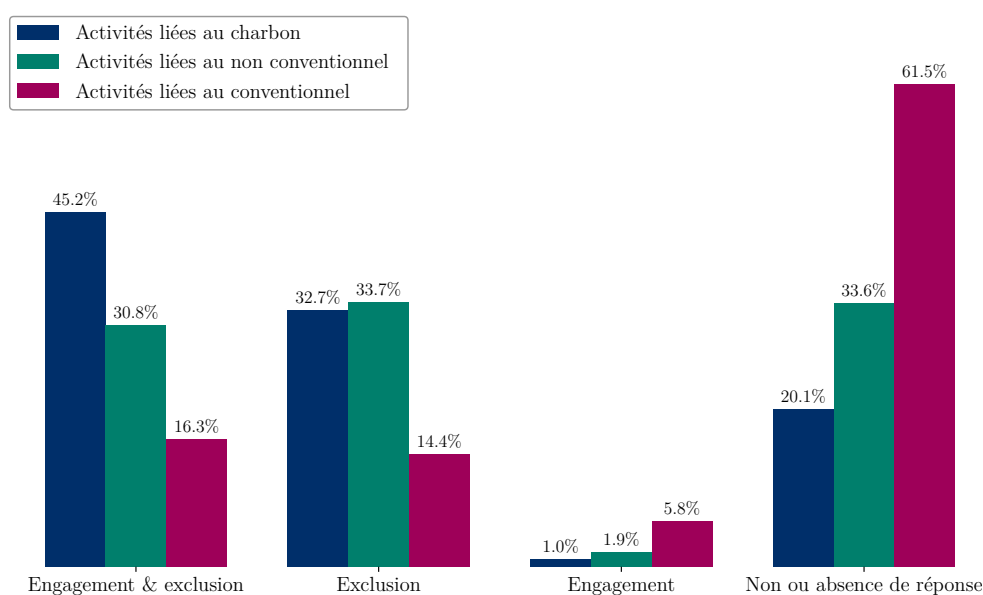


FIGURE 6 – Politique d'investissement vis-à-vis des énergies fossiles - Enquête 2025

Les politiques d'investissement dans le charbon et les énergies fossiles conventionnelles confirment globalement les tendances observées en 2023 : les pratiques combinant engagement et exclusion restent les plus fréquentes parmi les SdG. À l'inverse, **l'exclusion seule apparaît légèrement plus répandue pour les énergies fossiles non conventionnelles**. On observe par ailleurs une hausse des réponses « Non » concernant à la fois les énergies non conventionnelles et conventionnelles, ce qui suggère que les **pratiques sont aujourd'hui plus structurées vis-à-vis du charbon que pour les autres catégories d'énergies fossiles**. Enfin, un nombre plus important de sociétés déclarent recourir uniquement à l'engagement dans le cas des énergies conventionnelles, traduisant une approche différenciée selon le type d'énergie.

Ces pratiques d'engagement et d'exclusion étaient également analysées en ce qui concerne le développement de nouvelles infrastructures liées aux énergies fossiles.

9. Recommandations AFG concernant les énergies fossiles

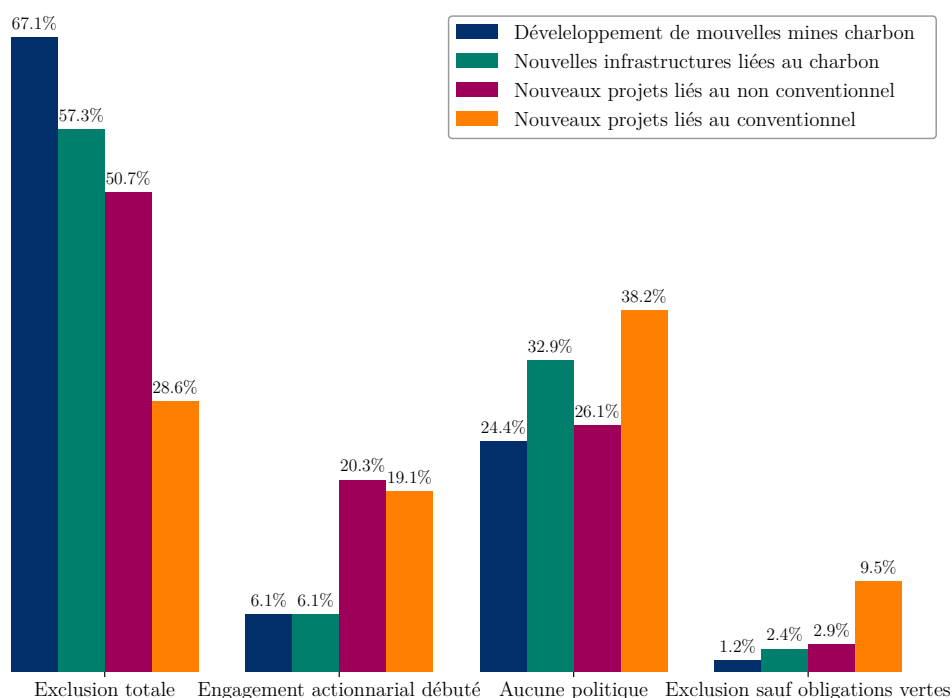


FIGURE 7 – Politiques d’investissement vis-à-vis des nouvelles activités associées aux énergies fossiles - Enquête 2025

Note de lecture : Les résultats sont calculés sur la base des SdG ayant déclaré une politique d’investissement relative à chacune des catégories d’énergies (soit le charbon, soit le non-conventionnel, soit le conventionnel).

Concernant le **développement de nouvelles mines de charbon**, **67 % des SdG ayant une politique sur le charbon déclarent les exclure de leur univers d’investissement**, tandis que 24 % indiquent ne pas avoir mis en place de politique spécifique. Une tendance similaire s’observe pour les entreprises développant de nouvelles infrastructures liées au charbon : 57 % des répondants annoncent les exclure, contre 33 % qui déclarent n’avoir aucune politique en la matière.

Parmi les SdG disposant d’une politique relative aux énergies fossiles non conventionnelles, 50 % déclarent exclure les entreprises développant de nouvelles activités d’exploration ou de forage d’hydrocarbures non conventionnels, un taux légèrement inférieur à celui observé pour le charbon. En revanche, les **pratiques d’engagement actionnarial sont plus mobilisées à l’égard des entreprises développant de nouveaux projets, qu’ils soient non conventionnels ou conventionnels, soulignant une fois encore la différenciation des stratégies selon le type d’hydrocarbure**.

Enfin, pour les nouvelles centrales à charbon, les options de réponse proposées étaient plus diversifiées et multiples, afin de mieux appréhender les différents seuils retenus par les SdG.

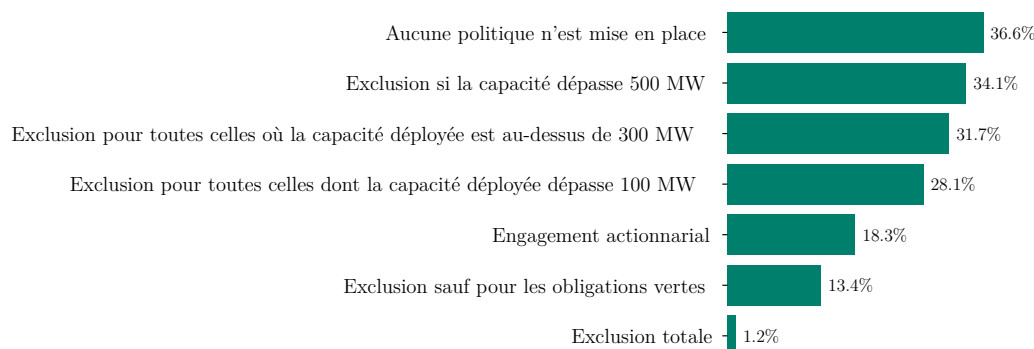


FIGURE 8 – Politiques d’investissement vis-à-vis des nouvelles centrales à charbon - Enquête 2025

Note de lecture : Les résultats sont calculés sur la base des SdG ayant déclaré une politique d'investissement relative au charbon.

Ce dernier chiffre souligne que l'exclusion totale ne représente qu'1 % des réponses, illustrant l'hétérogénéité des pratiques mises en œuvre en matière de nouvelles centrales à charbon. Ce résultat est particulièrement significatif dans un contexte où le charbon, principalement utilisé pour la production d'électricité, constitue un levier central de décarbonation du secteur énergétique.

Politiques d'exclusion

Il convient désormais d'examiner les seuils appliqués dans les politiques d'exclusion. **Les recommandations insistent sur l'importance d'utiliser à la fois des critères relatifs (par exemple, le pourcentage du chiffre d'affaires ou de la production) et des critères absolus**¹⁰. En effet, dans le cas d'entreprises très diversifiées, les seuls critères relatifs peuvent sous-estimer le poids réel des activités liées aux énergies fossiles. Les tableaux suivants montrent toutefois que **peu de SdG combinent ces deux approches**, les critères relatifs étant généralement privilégiés.

Charbon Nous commençons l'analyse par les politiques d'exclusion du charbon. Le critère le plus utilisé demeure le pourcentage du **chiffre d'affaires** lié au charbon, mobilisé par 89 % des SdG ayant une politique sur le charbon en 2025, soit une amélioration par rapport à 2023. Les autres critères restent encore relativement sous-utilisés en comparaison. Les recommandations de l'ONG Urgewald en matière de seuils d'exclusion appliqués au charbon fixent des niveaux de référence à 10 % du chiffre d'affaires et de la production, 5 GW de capacités installées et 10 Mt de production annuelle de charbon.

	Min	Q1	Médiane	Q3	Max	Critères utilisés 2025	Critères utilisés 2023
En % du chiffre d'affaires	0	5	10	20	50	89.02 %	62.2 %
En % de la production	0	10	10	20	30	39.02 %	23.4 %
En millions de tonnes de production	0	10	10	21	5 000	34.15 %	21.6 %
Capacité installée (GW)	5	5	5	5	5	34.15 %	19.8 %
Entreprise présente dans la GCEL	–	–	–	–	–	17.07 %	–

TABLE 7 – Seuils appliqués pour les exclusions du charbon

Note de lecture : Le premier quartile, Q1, est égal à 5 % pour le critère « en % du chiffre d'affaires », ce qui signifie que 25 % des sociétés de gestion appliquent un seuil d'exclusion inférieur ou égal à 5 % du chiffre d'affaires tiré du charbon, tandis que 75 % appliquent un seuil plus élevé. Les résultats sont calculés sur la base des SdG ayant déclaré une politique d'investissement relative au charbon.

L'analyse des seuils d'exclusion montre que **les recommandations ne sont que partiellement suivies par les SdG** pour les critères exprimés en pourcentage du chiffre d'affaires, de la production ou du volume extrait (en millions de tonnes). La médiane observée pour ces seuils se situe toutefois à des niveaux globalement conformes aux attentes. En revanche, le critère absolu de capacité installée se distingue : bien qu'il soit fixé de manière homogène à 5 GW, il n'est mobilisé que par 34 % des répondants. 17,07 % des répondants déclarent utiliser la base de données *GCEL*¹¹. Enfin, **20,26 % des SdG** ayant déclaré une politique d'exclusion du charbon indiquent prendre en compte l'ensemble des **quatre critères d'exclusion** recommandés¹².

54 % des SdG déclarent disposer d'une politique de sortie du charbon. La majorité d'entre elles fixe un objectif différencié selon les zones géographiques (2030 pour les pays de l'OCDE et 2040 pour le reste du monde).

10. GOGEL, GCEL, AMF

11. La base GCEL (Global Coal Exit List) combine des critères relatifs et absolus pour identifier les entreprises exposées au charbon.

12. 10,13 % ont coché les quatre critères, 8,86 % ont coché les cinq critères, soit en prenant en compte GCEL, et 1,27 % ont coché uniquement GCEL.

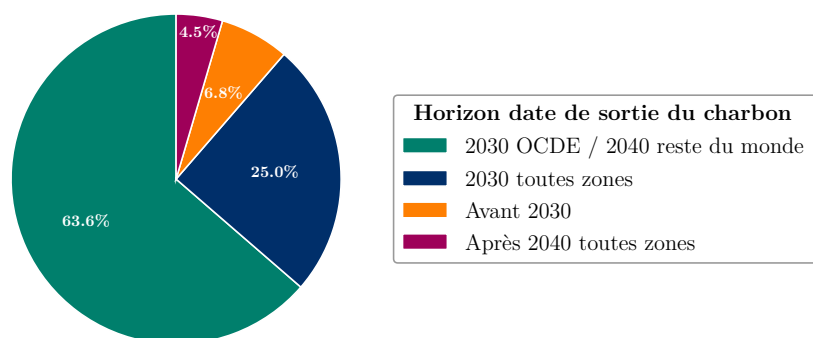


FIGURE 9 – Date de sortie du charbon - Enquête 2025

Hydrocarbures non conventionnels et conventionnels En 2025, 66 % des répondants déclarent avoir une politique relative aux non conventionnels, contre 51 % en 2023, traduisant une **tendance à la hausse**. En revanche, les hydrocarbures conventionnels restent beaucoup moins couverts : **seuls 38.5 % des répondants en 2025 déclarent disposer d’une politique en la matière, un chiffre quasi identique à celui de 2023 (38 %)**. Cette évolution contraste avec celle observée pour le non conventionnel et rejoint les constats du rapport de l’AMF ET ACPR, qui soulignait que, par rapport à d’autres institutions financières, les SdG sont moins enclines à intégrer les hydrocarbures conventionnels dans leurs politiques, malgré une dynamique plus marquée sur le non conventionnel.

Comme pour le charbon, les SdG ayant des politiques d’exclusion étaient interrogées sur les critères et seuils retenus pour la production d’hydrocarbures, qu’ils soient conventionnels ou non conventionnels. Ces pratiques doivent être mises en perspective avec les recommandations émises par l’ONG Urgewald, qui a établi des critères d’exclusion précis pour encadrer les politiques de désinvestissement.

Ainsi, il est recommandé d’exclure les entreprises dont plus de **20 % de la production totale provient d’hydrocarbures non conventionnels, ou celles dont la production excède 2 mmmboe** en valeur absolue. De même, les entreprises produisant plus de **20 mmmboe de pétrole et de gaz** par an sont concernées par ces seuils.

Dans le cas des nouveaux gisements, Urgewald préconise d’exclure, d’une part, toutes les entreprises qui projettent d’ajouter à court terme au moins 20 mmmboe de nouvelles ressources à leur portefeuille de production, et, d’autre part, celles ayant consacré en moyenne plus de 10 millions de dollars par an, au cours des trois dernières années, à des activités d’exploration.

Enfin, l’exclusion est également recommandée pour les entreprises développant de nouveaux oléoducs de plus de 100 km, des terminaux GNL dont la capacité annuelle excède 1 Mtpa, ainsi que pour les producteurs d’électricité construisant des centrales à gaz ou à pétrole d’une capacité supérieure à 100 MW.

	Min	Q1	Médiane	Q3	Max	Critères utilisés 2025
En % du chiffre d'affaires	0	5	5	18.75	100	33.33 %
En % de la production	0	5	10	20	100	21.74 %
En Mmmboe Production	0	12.5	25	37	50	2.90 %
Entreprise présente dans la GOGEL						17.39 %
Développant de nouvelles capacités						17.39 %
Taux de réponse						50.72 %

TABLE 8 – Seuils appliqués pour les exclusions des hydrocarbures non conventionnels

Note de lecture : Le dernier quartile, Q3, est égal à 18.75 % pour le critère « en % du chiffre d’affaires », ce qui signifie que 75 % des sociétés de gestion appliquent un seuil d’exclusion inférieur ou égal à 18.75 % du chiffre d’affaires tiré des hydrocarbures non conventionnels, tandis que 25 % appliquent un seuil plus élevé. Les résultats sont calculés sur la base des SdG ayant déclaré une politique d’investissement relative au non-conventionnel.

Parmi les SdG ayant déclaré avoir une politique sur les hydrocarbures non conventionnels, seulement **50 % ont répondu à la question sur les critères** retenus dans le cadre des politiques d’exclusion en 2025. Pour les SdG

qui prennent en compte les critères de production ou de chiffre d'affaires (soit 33 %), les seuils appliqués sont globalement conformes aux recommandations, comme en témoignent les valeurs observées au troisième quartile. Les valeurs maximales atteignant 100 % révèlent cependant la présence d'outliers dans les réponses au questionnaire Af2i et soulignent l'importance, pour les répondants, de veiller à la cohérence des données transmises.

L'usage du critère absolu reste très marginal : seulement 2 SdG y ont recours, et le seuil recommandé de 2 Mmboe n'est respecté que par un seul acteur. Par ailleurs, seules deux sociétés de gestion prennent simultanément en compte les deux critères relatifs et le critère absolu dans leur politique d'exclusion des hydrocarbures non conventionnels. Une autre indique exclure uniquement les entreprises présentes dans la liste GOGEL, laquelle repose sur l'ensemble de ces critères. **Ainsi, seulement trois des SdG ayant mis en place une politique sur les hydrocarbures non conventionnels suivent les recommandations.**

Enfin, **17 % des SdG déclarent exclure les entreprises développant de nouvelles capacités**, un chiffre inférieur à celui observé précédemment dans la section sur les politiques d'exclusion et d'engagement concernant les énergies fossiles (cf. tableau 6). Cette différence suggère un manque de continuité et de cohérence dans les réponses apportées par certaines SdG.

La table 9 montre que les acteurs adoptant des politiques d'exclusion des hydrocarbures conventionnels appliquent globalement les recommandations mentionnées précédemment, bien que le critère principal utilisé reste le chiffre d'affaires.

	Min	Q1	Médiane	Q3	Max	Critères utilisés 2025
En % du chiffre d'affaires	0	4	5	10	50	52.38 %
En % de la production	0	5	5	20	30	14.29 %
Développement de nouvelles capacités						4.76 %
Taux de réponse						61.9 %

TABLE 9 – Seuils appliqués pour les exclusions des hydrocarbures conventionnels

***Note de lecture** : Le dernier quartile, Q3, est égal à 10 % pour le critère « en % du chiffre d'affaires », ce qui signifie que 75 % des sociétés de gestion appliquent un seuil d'exclusion inférieur ou égal à 10 % du chiffre d'affaires tiré des hydrocarbures conventionnels, tandis que 25 % appliquent un seuil plus élevé. Les résultats sont calculés sur la base des SdG ayant déclaré une politique d'investissement relative au conventionnel.*

L'analyse des réponses suggère par ailleurs que plus les politiques couvrent l'ensemble de la chaîne de valeur énergétique, plus les ambitions et les critères retenus sont élevés.

Lors de l'édition 2023, parmi les SdG disposant d'une politique sur le non conventionnel, 35 % déclaraient avoir fixé une date de sortie. Ce chiffre tombait à 17,24 % lorsque l'on considérait l'ensemble de l'échantillon. En comparaison, en 2025, parmi les SdG ayant également une politique sur le non-conventionnel, **seulement 19 % ont indiqué disposer d'une date de sortie, et ce pourcentage chute à 7,3 % à l'échelle de l'ensemble des répondants** témoignant de la présence d'un recul sur ce type d'engagement. La majorité des dates annoncées se situe dans un horizon temporel compris entre 2030 et 2040.

Conclusion

En 2025, le questionnaire ESG de l'Af2i a recueilli 178 réponses, témoignant de l'engagement significatif des 30 investisseurs institutionnels soutenant ce projet. À notre connaissance, aucune autre étude n'a jusqu'ici couvert un périmètre aussi large : la principale force de ce questionnaire réside dans sa capacité à collecter des données homogènes et comparables auprès d'un vaste panel d'acteurs, y compris ceux non soumis aux réglementations françaises (article 29 LEC) ou européennes (SFDR). Cette continuité sur trois années permet désormais d'observer des tendances de fond dans la maturité ESG du secteur.

La comparaison entre la première édition (2023) et la troisième (2025) met en évidence une progression notable du taux de réponse, témoignant d'une volonté accrue des SdG de communiquer sur leurs politiques extra-financières. Cette évolution traduit une meilleure appropriation des enjeux ESG, notamment à travers le renforcement des politiques actionnariales. Certaines thématiques, telles que la définition des hydrocarbures non conventionnels et

de la zone arctique, ainsi que la définition des critères pour les politiques *Say on Climate*¹³, ont également connu des avancées sur la période. Parallèlement, les objectifs d'allocation SBTi émergent progressivement comme une nouvelle pratique de place, même si un recul supplémentaire reste nécessaire, peu d'acteurs étant aujourd'hui en mesure de définir des cibles chiffrées.

Les résultats suggèrent que, bien que les SdG maîtrisent de mieux en mieux les enjeux climatiques, la mise en œuvre d'actions concrètes pourrait encore être renforcée. Une part significative des SdG n'a toujours pas défini d'objectifs de réduction des émissions de GES selon des horizons temporels différenciés (court, moyen et long terme). De même, malgré le développement des politiques actionnariales, les mécanismes d'escalade ou les positions fermes - telles que le vote contre la réélection d'un président en cas de manque d'ambition climatique - demeurent rares.

Enfin, les politiques d'exclusion restent concentrées sur le charbon et les hydrocarbures non conventionnels, tandis que l'exposition globale aux énergies fossiles demeure stable. Peu de SdG combinent encore des critères absolus et relatifs, limitant la portée de leurs dispositifs. Si la sortie du charbon est désormais intégrée par un certain nombre de SdG, celle des hydrocarbures non conventionnels et des énergies fossiles conventionnelles reste marginale.

Le renforcement de la mise en œuvre d'actions concrètes en cohérence avec les politiques établies contribuerait à accroître la crédibilité, la cohérence et, à terme, l'efficacité des stratégies climatiques des SdG.

13. Pour l'échantillon constant entre 2023 et 2025

Références

- ADEME (2024). *Faits et Chiffres — Étude/Recherche sur la société et les politiques publiques*. Rapp. tech. URL : <https://librairie.ademe.fr/societe-et-politiques-publiques/7176-analyse-des-remises-article-29-lec-2023-portant-sur-l-exercice-2022.html#>.
- AMF (2025). *Chiffres clés 2023 de la gestion d'actifs*. URL : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2025-02/chiffres-cles-2023-de-la-gestion-dactifs.pdf>.
- AMF ET ACPR (2024). *4^{ème} rapport commun ACPR / AMF — Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place*. Rapp. tech. URL : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/4eme-rapport-commun-acpr-amf-suivi-et-evaluation-des-engagements-climatiques-des-acteurs-de-la-place>.
- DUMAS, Arnaud (2025). *Les Say on climate peinent encore à décoller*. URL : <https://www.novethic.fr/finance-durable/engagement-actionnarial/bilan-say-climate-plans-climatiques-peinent-decoller>.
- KADDOURI, Asmae (2024). « Moins d'un tiers des décisionnaires de la finance sont des femmes ». In : *L'Agefi*. URL : <https://www.agefi.fr/news/entreprises/moins-dun-tiers-des-decisionnaires-de-la-finance-sont-des-femmes>.
- LANG, John et al. (2024). *A Distinctly Private Pursuit : Not Going Net Zero*. Net Zero Tracker. URL : https://ca1-nzt.edcdn.com/Reports/NZT_A_Distinctly_Private_Pursuit_Net_Zero_22_April_2024.pdf?v=1713882545.
- MENIF, Myriam et Nicolas REDON (2024). *Engagement actionnarial : les investisseurs cherchent la bonne formule*. Rapp. tech. Novethic. URL : <https://www.novethic.fr/decryptages-dexpert/etudes/engagement-actionnarial-novethic-et-lademe-etudient-les-pratiques-des-investisseurs>.
- REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE (2025). *Femme et Finance*. T. 157. Association Europe Finances Régulations.

A Liste des coalitions d'investisseurs

Initiatives d'Engagement Collectif	
La plateforme d'engagement des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI)	62.65
Climate Action 100+	53.01
La Non-Disclosure Campaign (NDC) du Carbon Disclosure Project (CDP)	45.78
FAIRR	40.96
Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC)	37.35
Nature Action 100	34.94
Plateforme d'engagement du FIR (Forum Investissement Responsable)	30.12
ShareAction	26.50
Access to medicine	22.89
Investor Group on Climate Change (IGCC)	18.07
Ceres	16.87
Investor Initiative on Hazardous Chemicals	16.87
Investors Alliance for Human Rights	16.86
Investors for a Just Transition de l'IFD	12.05
Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR)	9.64
Global Impact Investing Network	8.43
AIGCC	7.23
Investor Against Slavery & trafficking ; Emerging Markets Investors Alliance	4.82
Glass Lewis	4.82
Shareholders for Change (SfC)	3.61

TABLE 10 – Initiatives d'Engagement Collectif - Pourcentage de réponses parmi engagement collaboratif 2025

Définitions des hydrocarbures

Le secteur de l'énergie se caractérise par une grande diversité de produits et d'activités. Si certaines politiques d'investissement visent à encadrer l'exposition à ce secteur, il est tout aussi essentiel d'en comprendre le périmètre, notamment dans la mesure où l'impact environnemental de ces activités peut varier considérablement.

Dans cette optique, le questionnaire 2025 introduit une nouvelle question portant sur les types de charbon pris en compte dans les politiques d'investissement. Parmi les SdG déclarant disposer d'une telle politique, le tableau 11 présente la répartition des catégories considérées.

Type de charbon	Part des réponses
Charbon thermique — Extraction	96.34 %
Charbon thermique — Génération d'électricité	90.24 %
Autre	20.73 %
Charbon métallurgique	19.51 %
Charbon sidérurgique	18.29 %

TABLE 11 – Définition des catégories de charbon prises en compte dans les politiques d'investissement - Enquête 2025

Note de lecture : Les pourcentages sont calculés sur l'ensemble des réponses recueillies, et non sur le nombre de répondants, ces derniers pouvant sélectionner plusieurs critères.

Le tableau montre que le charbon thermique - qu'il s'agisse de son extraction ou de sa conversion en électricité - demeure au cœur des politiques d'investissement. Les autres formes de charbon, notamment métallurgique et sidérurgique, sont nettement moins prises en compte.

Concernant les hydrocarbures non conventionnels, 78 % des SdG disposant d'une politique en la matière ont précisé les catégories d'hydrocarbures qu'elles intègrent dans cette définition.

Hydrocarbures non conventionnels	2025	2023
Sables bitumeux	97.10 %	86.11 %
Arctique : forage / exploitation	81.16 %	73.61 %
Gaz et pétrole de schiste	79.71 %	83.33 %
Pétrole et gaz offshore ultraprofond (à plus de 1500m de profondeur)	56.52 %	40.28 %
Gaz de couche / gaz de houille	55.07 %	54.17 %
Pétrole extra-lourd	50.72 %	50.00 %
Pétrole et gaz de réservoir compact	27.54 %	41.67 %
Hydrates de méthane	27.54 %	40.28 %
Taux de réponse	98.6 %	89 %

TABLE 12 – Définition des catégories d’hydrocarbures non conventionnels prises en compte dans les politiques d’investissement

Note de lecture : Les pourcentages sont calculés sur l’ensemble des réponses recueillies, et non sur le nombre de répondants, ces derniers pouvant sélectionner plusieurs critères.

À l’exception du pétrole et du gaz de réservoir compact ainsi que des hydrates de méthane, la prise en compte des énergies fossiles non conventionnelles progresse entre 2023 et 2025. En revanche, la proportion de SdG déclarant intégrer l’ensemble de ces hydrocarbures dans leur définition des non conventionnels (selon les recommandations du Comité Expert Scientifique de l’Observatoire de la Finance Durable, hors hydrates de méthane) recule : elle passe de 33% en 2023 à 21% en 2025. Autrement dit, si la prise en compte de certains hydrocarbures progresse individuellement, l’adoption d’une définition englobant l’ensemble d’entre eux tend, elle, à diminuer.

Enfin, l’exploitation des hydrocarbures en arctique est considérée comme relevant des énergies non conventionnelles. Toutefois, des études antérieures¹⁴ ont montré que les institutions financières ne partageaient pas une définition uniforme de la zone arctique. C’est ainsi la raison pour laquelle cette question a été posée aussi bien dans le questionnaire de 2023 que dans celui de 2025.

Définition Zone Arctique	2025	2023
Zone définie par l’AMAP : Arctic Monitoring and Assessment Program	44.64 %	37.74 %
Aucune définition précise a été réalisée	32.14 %	41.51 %
Autre	19.64 %	22.64 %
Océan Arctique	3.57 %	15.09 %
Mer de Barents	-	11.32 %
Mer de Kara	-	11.32 %
Mer Norvégienne	-	9.43 %
Mer du Nord	-	9.43 %

TABLE 13 – Définition de la zone arctique prise en compte dans les politiques d’investissement

Toutes les SdG ayant déclaré intégrer l’Arctique dans leur définition ont, pour la quasi-totalité, répondu à la question sur la délimitation de cette zone. Entre 2023 et 2025, une progression est observable : la part des SdG se référant à la zone définie par l’AMAP¹⁵ (définition réglementaire) est passée de 25 % à 45 %. Toutefois, une proportion encore importante de SdG n’apporte aucune définition précise de la zone arctique.

14. "Pétrole et gaz en Arctique : à chacun sa définition des frontières pour autoriser les forages", Novethic

15. AMAP

B Labels et SFDR

B.1 Labels ESG

Labels	Société de Gestion	Min FO	Médiane FO	Moyenne FO	Max FO	Périmètre - taux de réponse
Label ISR	34.27 %	1.0 %	20.0 %	30.98 %	100.0 %	93.44 %
Toward Sustainability	17.98 %	1.0 %	5.0 %	9.71 %	37.0 %	96.88 %
Relance	14.61 %	0.0 %	3.0 %	20.22 %	100.0 %	88.46 %
Greenfin	10.67 %	0.0 %	1.0 %	3.56 %	18.0 %	94.74 %
LuxFlagESG	10.11 %	0.0 %	14.5 %	23.88 %	100.0 %	88.89 %
Finansol	9.55 %	1.0 %	2.5 %	10.12 %	65.0 %	94.12 %
FNG-Siegel	6.18 %	1.0 %	1.5 %	3.70 %	11.0 %	90.91 %
Umweltzeichen	2.81 %	1.0 %	3.0 %	3.25 %	6.0 %	80.00 %
LuxFlag Environnement	2.25 %	0.0 %	5.0 %	5.00 %	10.0 %	100.00 %
LuxFlag Climate Finance	0.56 %	14.0 %	14.0 %	14.00 %	14.0 %	100.00 %

TABLE 14 – Labels - En Pourcentage de Fonds Ouverts 2025

Labels	Société de Gestion	Min FO	Médiane FO	Moyenne FO	Max FO	Périmètre - taux de réponse
Label ISR	51.03 %	1.00 %	21.00 %	33.56 %	100.0 %	89.19 %
Toward Sustainability	26.21 %	0.60 %	7.57 %	12.43 %	81.0 %	86.84 %
Relance	22.76 %	0.20 %	5.50 %	13.91 %	100.0 %	90.91 %
Greenfin	18.62 %	0.20 %	2.33 %	4.93 %	23.0 %	92.59 %
LuxFlag ESG	15.86 %	0.09 %	8.00 %	13.92 %	83.0 %	82.61 %
Finansol	9.66 %	0.02 %	4.08 %	11.30 %	50.0 %	100.00 %
FNG-Siegel	11.72 %	0.20 %	2.40 %	5.93 %	37.0 %	94.12 %
Umweltzeichen	5.52 %	0.50 %	1.09 %	6.48 %	16.0 %	87.50 %
LuxFlag Environnement	1.38 %	2.00 %	5.00 %	5.00 %	8.0 %	100.00 %
LuxFlag Climate Finance	0.69 %	6.00 %	6.00 %	6.00 %	6.0 %	100.00 %

TABLE 15 – Labels - En Pourcentage de Fonds Ouverts 2023

Questionnaire Af2i	SFDR	Moyenne des encours	1er Quartile	Médiane	3e Quartile
Questionnaire 2025	Fonds Article 8	56 %	24 %	65 %	84 %
Questionnaire 2023	Fonds Article 8	54 %	16 %	61 %	89 %
Questionnaire 2025	Fonds Article 9	16 %	0.1 %	2.7 %	15 %
Questionnaire 2023	Fonds Article 9	10 %	0 %	0.5 %	6 %

TABLE 16 – SFDR - En Pourcentage des Encours Totaux en 2025 et 2023

CLIMAT & DÉBATS

DERNIERES PARUTIONS

The EU Emissions Trading System : two decades of scope evolution **N° 2024-04**
Marie RAUDE

Efficacité énergétique, rénovation, consommation d'énergie : un regard nouveau **N° 2024-03**
Marc BAUDRY, Edouard CIVEL, Anna CRETÉ

Aux États-Unis, un lien établi entre élus républicains et destruction des aires protégées **N° 2024-02**
Philippe DELACOTE, Derya KELES, Gwenolé Le Velly

Is the long-run Demand for Air Transportation Set to Grow? An Empirical Analysis of the US Domestic Air Travel Demand **N° 2024-01**
Guido AMATO

Green Credit: A Catalyst for Industrial Transition **N° 2023-05**
Axel Blanadet

Decarbonizing aviation with sustainable aviation fuels: Myths and realities of the roadmaps to net zero by 2050 **N° 2023-04**
Paul BARDON, Olivier MASSOL

Directeurs de Publications : Climat & Débats :
Marc Baudry, Philippe Delacote, Olivier Massol

Les opinions exprimées dans ces documents par les auteurs nommés sont uniquement la responsabilité de ces auteurs. Ils assument l'entière responsabilité de toute erreur ou omission.

The views expressed in these documents by named authors are solely the responsibility of those authors. They assume full responsibility for any errors or omissions.

La Chaire Économie du Climat est une initiative de l'Université Paris Dauphine, de la CDC, de Total et d'EDF, sous l'égide de la Fondation Institut Europlace de Finance

The Climate Economics Chair is a joint initiative by Paris-Dauphine University, CDC, TOTAL and EDF, under the aegis of the European Institute of Finance.