



DECEMBRE 2017

**RAPPORT SUR L'INVESTISSEMENT  
RESPONSABLE DANS LA GESTION  
COLLECTIVE**

amf-france.org

AUTORITÉ  
DES MARCHÉS FINANCIERS





## Table des matières

Introduction .....	- 5 -
1. depuis 2015, des progrès sur l'information délivrée par les OPC .....	- 7 -
1.1. L'investissement Responsable dans la gestion collective poursuit sa dynamique .....	- 7 -
1.1.1. Etat des lieux et tendances .....	- 7 -
1.1.2. Dans la plupart des SGP se positionnant sur l'ISR, une organisation spécifique et des moyens dédiés	- 9 -
1.1.3. De nouvelles stratégies autour de la thématique environnementale .....	- 10 -
1.1.4. Le cas particulier des fonds investis en obligations vertes (Green bonds) .....	- 13 -
1.2. Une prise en compte satisfaisante des éléments de doctrine publiés dans le premier rapport de l'AMF	- 15 -
1.3. L'enjeu de la différenciation des OPC ISR par rapport à la gestion conventionnelle .....	- 16 -
1.3.1. Mettre en avant l'impact des méthodologies ESG sur la sélection des valeurs en portefeuille	- 16 -
1.3.2. La politique d'engagement comme critère de différenciation .....	- 17 -
1.3.3. Les labels comme standards d'un marché ISR aux contours flous.....	- 18 -
1.3.4. Les stratégies dites « à impact » et l'épargne solidaire vont au-delà de la prise en compte de critères ESG en cherchant spécifiquement à ce que les investissements aient un impact extra financier mesurable	- 20 -
1.4. L'enjeu de la promotion et la distribution des fonds ISR.....	- 22 -
2. Des efforts de transparence à poursuivre pour la prise en compte des critères ESG retenus dans le cadre de l'article 173.....	- 23 -
2.1. Rappel des objectifs et obligations de l'article D. 533-16-1 du code monétaire et financier.....	- 23 -
2.1.1. L'objectif de la loi .....	- 23 -
2.1.2. Les obligations nouvelles .....	- 23 -
2.1.3. L'article 173 de la LTECV s'inscrit dans le prolongement de l'article 224 de la loi Grenelle II ...	- 24 -
2.2. Bilan des premiers reportings.....	- 24 -
2.2.1. Publication de la démarche générale de prise en compte des critères ESG .....	- 24 -
2.2.2. Le cas des SGP gérant un ou des OPC dont l'actif net est supérieur à 500 millions d'euros .....	- 25 -
2.2.3. L'empreinte carbone utilisée de manière croissante mais selon des méthodologies très diverses .	- 27 -
2.2.4. Grâce à l'article 173 de la LTECV, développement d'outils innovants pour analyser des enjeux associés au changement climatique.....	- 28 -
2.2.5. Les rapports révèlent des divergences d'interprétation de l'article D. 533-16-1 du code monétaire et financier sur la prise en compte simultanée ou non des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance. ....	- 28 -
2.2.6. Les motifs avancés par les SGP pour justifier la non-prise en compte des critères ESG dans leur gestion	- 29 -
Conclusion .....	- 31 -
Annexe 1 : Position, recommandations et bonnes pratiques issues de ce rapport .....	- 32 -

Annexe 2 : Liste des acteurs rencontrés ..... - 34 -  
Annexe 3 : Extraits de rapports publiés en application de l'article 173 de la LTECV ..... - 36 -

## INTRODUCTION

Les investisseurs montrent un intérêt croissant pour la prise en compte des critères sociaux, environnementaux et de gouvernance (ESG) dans leurs investissements. D'une part, s'agissant des investisseurs institutionnels, le cadre réglementaire français a accéléré ce mouvement avec l'article 224 de la loi Grenelle II puis l'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte (LTECV)<sup>1</sup> qui oblige les principaux investisseurs institutionnels à communiquer sur l'intégration des critères ESG dans leur politique d'investissement, leur gestion des risques climatiques et leur contribution au financement de l'économie verte. D'autre part, d'après la 8<sup>ème</sup> enquête IPSOS pour Vigeo-Eiris et le FIR, près d'un investisseur sur deux déclare accorder une place importante aux impacts environnementaux et sociaux dans ses décisions de placements<sup>2</sup>. Les pouvoirs publics ont mis en avant les produits d'épargne responsable auprès du grand public à travers la création des labels ISR et TEEC<sup>3</sup>.

L'Union européenne s'est également fermement engagée à développer une finance durable à travers ses politiques et ses initiatives transversales dans le cadre de la construction de l'Union des Marchés de Capitaux. La Commission Européenne a nommé début 2017 un groupe d'experts de haut niveau sur la finance durable chargé d'élaborer des recommandations. Par ailleurs, le règlement européen sur les fonds d'entrepreneuriat social européen (EUSEF)<sup>4</sup>, entré en vigueur le 22 juillet 2013 et révisé fin 2017<sup>5</sup>, est la première initiative européenne en faveur de la finance durable qui offre un cadre harmonisé aux gestionnaires européens de fonds d'investissement alternatifs investis dans l'entrepreneuriat social avec des obligations allégées et une facilité supplémentaire de commercialisation.

En novembre 2015, l'AMF a publié un premier rapport sur l'ISR centré uniquement sur les organismes de gestion collective. Suite à l'entrée en vigueur des dispositions de la LTECV, l'AMF a réalisé une nouvelle étude avec un périmètre plus large qui couvre l'ensemble des organismes de placement collectif (OPC) qui mentionnent la notion d'ISR dans leur documentation commerciale ou légale, labellisés ou non, ainsi que les OPC qui mettent en avant un qualificatif approchant (« responsable », « soutenable », « durable », « éthique », etc...) ainsi que les OPC centrés sur une thématique particulière – environnementale, sociale ou de gouvernance –.

Le premier rapport, centré sur les OPC ISR prenant en compte de manière systématique des critères E, S et G, mettait en exergue deux conclusions principales. La première soulignait que l'ISR est un concept polymorphe, en constante évolution et parfois difficile à appréhender. La seconde pointait un défaut d'information récurrent en la matière, qui malgré les efforts consentis par les sociétés de gestion ne permettait pas toujours à l'investisseur de comprendre les produits et donc d'identifier clairement les produits susceptibles d'être en adéquation avec ses besoins.

Ce nouveau rapport s'appuie sur l'analyse de données publiques disponibles sur les sites internet des sociétés de gestion de portefeuille (ci-après SGP) agréées par l'AMF, sur un sondage réalisé par l'AMF auprès de SGP sélectionnées ainsi que sur des entretiens menés par l'AMF. Il présente certaines tendances qui ont marqué le développement du marché de l'ISR ces deux dernières années. Il dresse un bilan des recommandations faites lors du premier rapport à travers la mise à jour de l'échantillon de fonds mettant en avant un caractère ISR à fin 2013. Enfin, il fait une première analyse des publications des SGP relatives à l'article 173 de la LTECV.

D'après les données publiées par Novethic, l'ISR occupe une place plus importante dans la gestion collective française, passant de 4,6 % des encours bruts en 2014 à 5,4 % en 2016<sup>6</sup>. Il s'agit d'un marché dominé par les investisseurs institutionnels<sup>7</sup>. Une des principales évolutions notables de ces dernières années, selon ces mêmes

<sup>1</sup> Loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

<sup>2</sup> Enquête disponible à l'adresse suivante : <http://www.vigeo-eiris.com/fr/les-francais-et-lisr-resultats-de-la-8eme-enquete-ipsos-pour-vigeo-eiris-et-le-fir/>.

<sup>3</sup> Transition énergétique et écologique pour le climat.

<sup>4</sup> Règlement (UE) n° 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens.

<sup>5</sup> Le nouveau règlement, approuvé par le Parlement européen en septembre 2017, cherche à promouvoir le label EUSEF notamment à travers l'élargissement de son champ d'application aux gestionnaires agréés en vertu de la directive AIFM, et non plus seulement aux gestionnaires de petite taille, consacrant ainsi la possibilité de gestion transfrontière des fonds EUSEF.

<sup>6</sup> Avec respectivement 313 OPC pour un encours brut de 81 milliards d'euros au 31/12/2014 et 361 OPC pour 128 milliards d'euros d'encours brut, selon Novethic.

<sup>7</sup> 88% des encours ISR – mandats et gestion collective – proviennent des investisseurs institutionnels selon l'enquête annuelle d'Eurosif 2016.

chiffres, est la forte augmentation des encours en fonds thématiques et *low carbon*<sup>8</sup>, sachant que la gestion dite *best-in-class*<sup>9</sup> reste fortement utilisée.

Comme le soulignait le rapport de 2015, l'innovation des sociétés de gestion est toujours forte et les stratégies ISR peu homogènes, ce qui rend le marché peu lisible auprès des investisseurs non professionnels. Le terme même d'ISR, mis en avant par le label d'Etat, n'est pas revendiqué par toutes les gestions développant une approche responsable.

Les travaux menés par les services de l'AMF ont montré une amélioration de la qualité de l'information transmise aux souscripteurs dans la documentation réglementaire des OPC ISR suite à la publication du premier rapport. Toutefois, la différence entre certaines stratégies dites responsables et une gestion conventionnelle n'apparaît pas toujours clairement et la notion d'ISR est associée à des pratiques très diverses, qui vont bien au-delà du label public ISR, ce qui complique la lisibilité de ce marché pour les investisseurs non professionnels.

---

<sup>8</sup> Leur nombre a presque doublé entre 2014 et 2016, passant de 60 OPC à 108, toute thématique confondue.

<sup>9</sup> Approche consistant à privilégier les entreprises les mieux notées d'un point de vue extra-financier au sein de leur secteur d'activité. Elle représente 70% des encours en 2016 contre près de 90% en 2014 d'après Novethic.

## 1. DEPUIS 2015, DES PROGRES SUR L'INFORMATION DELIVREE PAR LES OPC

### 1.1. L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE DANS LA GESTION COLLECTIVE POURSUIT SA DYNAMIQUE

#### 1.1.1. Etat des lieux et tendances

Les données présentées dans cette partie proviennent des différentes études sur l'investissement responsable publiées par Novethic et de l'enquête annuelle d'Eurosif 2016 sur l'investissement durable et responsable<sup>10</sup>. Ces deux organismes ne partagent pas les mêmes méthodes de comptabilisation du marché de l'investissement responsable ce qui les amène à publier des chiffres différents. Eurosif se concentre sur l'offre de gestion responsable en France alors que Novethic se centre davantage sur la demande provenant de clients français dans ses analyses de l'investissement responsable. En outre, Novethic est plus restrictif puisqu'il distingue l'« investissement responsable » (l'intégration ESG<sup>11</sup>) et « l'ISR de conviction ».

**L'AMF constate la multiplicité des approches pour la comptabilisation du marché de l'investissement responsable en France. Dans ce contexte, les données présentées dans le rapport proviennent de sources différentes et sont peu comparables. L'AMF salue par ailleurs les initiatives des associations professionnelles visant à harmoniser les définitions ainsi que les données relatives à l'investissement responsable.**

#### **Données de Novethic**

D'après les données de Novethic l'ISR représente 5,4% des 2 055 milliards d'euros d'encours brut de la gestion collective en 2016<sup>12</sup> avec 110 milliards d'euros d'encours sous gestion, contre 4,6% en 2014. 361 OPC ISR étaient commercialisés en France à fin 2016 par 72 SGP. La nomenclature de Novethic distingue les catégories d'investissement responsable suivantes (un glossaire est présent en annexe du rapport):

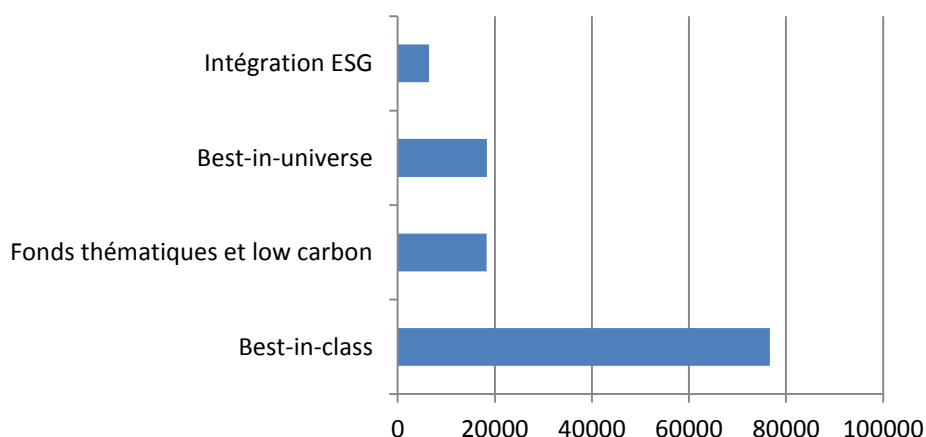
- le *best-in-class*, qui avec plus de 76 milliards d'euros d'encours et 232 OPC en 2016 reste l'approche majoritaire, suivi par près de 70% des OPC ISR ;
- les fonds thématiques et *low carbon* qui représentent plus de 16% de l'encours ISR en gestion collective avec 92 OPC et plus de 18 milliards d'euros d'encours ;
- l'approche *best-in-universe* qui compte pour 5,7% de l'encours global, avec 6,3 milliards d'euros d'encours et 54 OPC ;
- enfin, les approches d'intégration ESG, de pondération ou d'engagement qui représentent plus de 5,8% des encours avec 6,4 milliards d'euros et 9 OPC.

<sup>10</sup> « the European Sustainable and Responsible Investment (SRI) study ».

<sup>11</sup> Novethic définit l'intégration ESG comme la prise en compte dans la gestion classique (appelée aussi mainstream) de quelques critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG) clés ou la mise à disposition de l'analyse ESG à l'ensemble des équipes de gestion, ou encore le développement de travaux conjoints entre analystes financiers et extra-financiers. Source : [\[http://www.novethic.fr/lexique/detail/integration-esg.html\]](http://www.novethic.fr/lexique/detail/integration-esg.html).

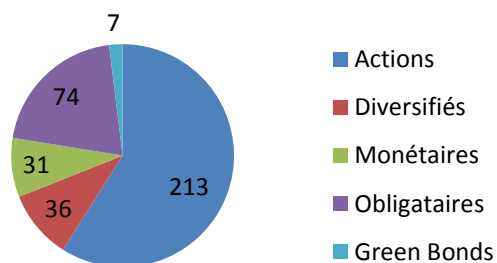
<sup>12</sup> Soit 55,9 % des encours totaux sous gestion (3673 milliards d'euros) en France en 2016.

**Répartition des encours ISR par approche au  
31/12/2016 (en M€)**

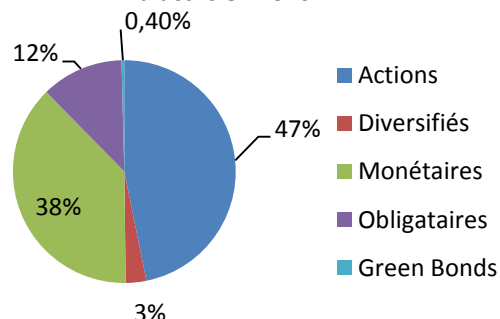


La répartition des encours ISR en 2016 par classe d'actifs montre une prédominance des fonds actions qui représentent près de la moitié des encours. Les encours des fonds monétaires ISR, pour lesquels le premier rapport de l'AMF avait souligné les réticences de certains acteurs<sup>13</sup>, sont en légère hausse mais leur part se réduit avec près de 38% (41,8 milliards d'euros) des encours totaux sous gestion dans 36 OPC contre 49,5% (40,4 milliards d'euros) sous gestion dans 35 OPC en 2014<sup>14</sup>.

**Répartition des fonds par classes d'actifs  
en 2016**



**Répartition des encours par classe  
d'actifs en 2016**



Source : L'indicateur 2016 des fonds ISR et thématiques, Novethic

**Données d'Eurosif**

Les enquêtes annuelles Eurosif présentent les encours sous gestion responsable en France déclarés par les SGP répondantes à cette enquête. Ces chiffres incluent à la fois la gestion collective et la gestion sous mandat.

D'après l'enquête annuelle d'Eurosif<sup>15</sup> de 2016, la France est un des pays européens où l'investissement responsable est le plus développé. Les investisseurs institutionnels y représentent 88% du marché et une

<sup>13</sup> Les détracteurs de l'ISR monétaire considèrent qu'il s'agit d'actifs à court-terme qui ne permettent pas une politique d'engagement forte, quand ses défenseurs estiment que les émissions monétaires sont récurrentes et font souvent l'objet de renouvellement à l'échéance, ce qui permet de s'inscrire dans la durée. De plus, la consolidation des positions au niveau de la société de gestion lui permet d'avoir de l'influence auprès de l'émetteur.

<sup>14</sup> Indicateur des fonds labellisés ISR 2014, Novethic.

<sup>15</sup> Forum européen pour l'investissement responsable, « European SRI Study 2016 », disponible à l'adresse suivante <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/> [consulté le 17/10/2017].



cinquante de SGP sont particulièrement actives en la matière. La croissance des encours ce marché pour la période 2013-2015, tous supports confondus<sup>16</sup>, a été de 61,7 % selon cette enquête contre 47,2 % sur la période 2011-2013.

L'étude d'Eurosif souligne également le dynamisme et la diversité de l'offre de produits responsables. Eurosif distingue six grandes catégories de stratégies de gestion responsables (voir graphique ci-dessous) non exclusives, parmi lesquelles la sélection liée au respect par les émetteurs de normes nationales ou internationales<sup>17</sup> ressort comme la stratégie la plus suivie dans l'industrie de la gestion d'actifs française. Plus de 2 600 milliards d'euros sont gérés suivant cette approche d'après les résultats de l'enquête, loin devant les stratégies d'exclusions<sup>18</sup> (666 milliards d'euros d'encours) et de best-in-class (321 milliards d'euros d'encours). L'investissement thématique connaît également une forte progression depuis 2013 en France, avec 43 milliards d'euros sous gestion en 2015 contre 4,3 milliards d'euros deux ans plus tôt, comme en Europe où cette stratégie a connu une croissance de 146% sur la même période. Enfin, l'enquête montre un recul de la stratégie d'engagement (-30%) et une légère hausse de l'impact investing (11%) entre 2013 et 2015.



Source : SRI Study 2016, Eurosif

### 1.1.2. Dans la plupart des SGP se positionnant sur l'ISR, une organisation spécifique et des moyens dédiés

L'AMF a conduit un sondage auprès de SGP produisant des OPC ISR visant notamment à comprendre les moyens qu'elles avaient déployé autour de l'ISR. 16 SGP agréées par l'AMF, gérant 312 fonds ISR pour un encours de 98 milliards d'euros à fin 2016 – gestion collective et mandats – ont répondu à ce sondage. Ces 16 SGP comptent 5921 employés en ETP cumulés à fin 2016 :

- 63% d'entre elles déclarent avoir au moins un gérant exclusivement ISR (avec un minimum de 1 gérant et un maximum de 38) et 12 avoir au moins un analyste non-gérant exclusivement ISR (avec un minimum de 1 et un maximum de 17) ;
- 75% des SGP déclarent avoir au moins un gérant mixte<sup>19</sup> (avec un minimum de 1 et un maximum de 50) et 3 avoir au moins un analyste mixte (avec un minimum de 1 et un maximum de 15) ;

<sup>16</sup> Gestion collective et gestion sous mandat.

<sup>17</sup> Mode de sélection qui évalue les émetteurs sur leur gestion des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance au regard de différents standards internationaux (par exemple : Pacte mondial des Nations Unies, les principes directeurs de l'OCDE pour les entreprises multinationales, la déclaration de principes tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale du BIT, etc.). Cette méthode peut s'accompagner d'une stratégie d'exclusion ou d'engagement.

<sup>18</sup> Exclusions sectorielles et exclusions d'émetteurs violant certaines normes internationales.

<sup>19</sup> ISR et gestion conventionnelle.

- 87.5% des SGP déclarent disposer d'un outil d'analyse extra-financier propriétaire ;
- l'intégralité des SGP répondantes déclarent s'appuyer sur des données publiques, des analyses externes de fournisseurs de données et des analyses, éventuellement enrichies par le dialogue avec les émetteurs pour conduire leur recherche extra-financière.

Les répondants au sondage utilisent une grande diversité de fournisseurs pour conduire leur recherche extra-financière<sup>20</sup>.

Ce sondage permet d'illustrer la diversité des pratiques des SGP quant à la mise en place d'une démarche ISR. Quelques caractéristiques ressortent auprès de l'ensemble des répondants, notamment concernant les données extra-financières, qui proviennent de données publiques, d'analyses de prestataires externes et du dialogue mené avec les émetteurs. En outre, une majorité de SGP déclare employer des collaborateurs dédiés uniquement à l'ISR, gérants ou analystes non-gérants, mais également disposer d'un outil propriétaire d'analyse extra-financière. Le sondage laisse également voir la variété de fournisseurs de données extra-financières, spécialisées ou non<sup>21</sup> auxquelles les SGP font appel.

### 1.1.3. De nouvelles stratégies autour de la thématique environnementale

La thématique du climat fait l'objet d'innovations diverses comme la mise au point de différents indices « climats » répliqués par des OPC sous-jacents de fonds à formule. Les services de l'AMF ont ainsi instruit différents dossiers d'agrément de fonds relatifs à des indices « low carbon » ou « objectif climat ». L'emploi de ces termes proches masque toutefois une diversité d'objectifs. Certains de ces indices se fixent un objectif de réduction des émissions carbone (émissions actuelles et réserves représentant les émissions potentielles futures) par rapport à leur indice parent tout en conservant une composition sectorielle et géographique similaire, sous contrainte de liquidité des titres, de rendement et de volatilité. Dans ce cas, l'indice ne peut pas exclure totalement un secteur d'activité fortement émetteur de gaz à effet de serre ni une zone géographique. Un autre indice sur les plus grosses valeurs européennes de tous secteurs a cherché à construire une allocation de titres conforme au scénario 2DS de l'agence internationale de l'Energie<sup>22</sup>. 100 sociétés ont été sélectionnées mêlant des entreprises à faible enjeu énergétique et d'autre à fort enjeux énergétique, parmi lesquelles se trouvent notamment des sociétés « vertes »<sup>23</sup> et des sociétés « grises ». Cet indice a également pour contrainte de conserver la même pondération sectorielle que son univers global, les 1000 entreprises européennes de tous secteurs parmi les plus liquides classées suivant leur capitalisation boursière.

Dans la construction de ces indices, le fournisseur fait le plus souvent appel à des prestataires externes pour différents services. Les dossiers instruits par l'AMF ont montré que ces services étaient l'obtention de l'empreinte carbone des titres (collectée auprès des sociétés ou estimée à partir de modèles propriétaires du

<sup>20</sup> Voici une liste non exhaustive des fournisseurs mentionnés par les SGP dans le sondage avec entre parenthèse le nombre de sociétés utilisant le fournisseur sur les 16 SGP du sondage : ISS-Ethix (9 SGP) ; Sustainalytics (9 SGP) ; Vigeo-Eiris (8 SGP) ; CDP (8 SGP) ; Prox'Invest 7 SGP) ; MSCI ESG Research (5 SGP) ; Trucost (4 SGP) ; Ethifinance (4 SGP) ; Oekom Research (3 SGP) ; ECGS (3 SGP) ; Grizzly (3 SGP) ; RepRisk (2 SGP) ; Bloomberg (2 SGP) ; Carbone 4 (2 SGP) ; Beyond Ratings (2 SGP) ; Factiva, GlassLewis, La Financière Responsable ; BOFA ; Exane ; HSBC, Kepler Cheuvreux, Oddo Securities, IPSOS, Thomson Reuters.

<sup>21</sup> Spécialisation sur des thématiques environnementales, sur la gestion des controverses, sur la notation ESG des titres souverains, etc.

<sup>22</sup> "The 2°C Scenario (2DS) is the main focus of Energy Technology Perspectives. The 2DS lays out an energy system deployment pathway and an emissions trajectory consistent with at least a 50% chance of limiting the average global temperature increase to 2°C." (<http://www.iea.org/publications/scenariosandprojections/>)

<sup>23</sup> D'après le prospectus de l'OPC répliquant cet indice, les sociétés vertes sont sélectionnées sur deux critères :

- Appartenir à l'un des 6 secteurs ICB (« Industry Classification Benchmark ») suivants : énergie alternative, construction, électricité, équipements électriques et électroniques, ingénierie industrielle et ingénierie des transports ;
- 50% du chiffre d'affaires de ces sociétés doit provenir d'activités dites « vertes ».

Les sociétés grises sont sélectionnées selon les critères suivants :

- Plus de 50% de leurs revenus sont liés à des activités d'extraction pétrolière et gazière ou de raffinage ;
- Les revenus sont liés à la production et au raffinage du charbon ;
- L'intensité des émissions carbone est supérieure à 400g CO<sub>2</sub> par kWh pour un producteur d'électricité.

fournisseur), des notations établies par le fournisseur (par exemple, note relative au degré d'implication d'une entreprise dans l'atténuation du changement climatique, notation ESG selon des grilles propres au fournisseur), une nomenclature spécifique développée par le prestataire (par exemple, classement des sociétés par secteur d'activité à fort ou faible enjeu énergétique, identification des secteurs « verts » et « gris », liste d'exclusion de sociétés liées à des secteurs controversés) ou encore un appui dans la méthodologie extra-financière développée pour sélectionner les titres.

**Concernant spécifiquement la mesure des émissions de Gaz à Effet de Serre (GES), les méthodologies ne sont pas normalisées à ce jour, conduisant à des résultats différents selon les prestataires sur un même périmètre de mesure.** Plusieurs biais peuvent apparaître autour de l'empreinte carbone des portefeuilles, comme le montre l'« *Investor guide to carbon footprinting* » de Kepler Cheuvreux<sup>24</sup>. En premier lieu, celui lié à **la fiabilité des données**, qui s'appuient aujourd'hui sur des données déclarées directement par l'émetteur ou estimées à partir de modèles, sans nécessairement de validation par un tiers indépendant. En second lieu, **le biais relatif au périmètre de mesure des émissions de GES**, qui se limite le plus souvent aux scopes 1 et 2<sup>25</sup> dans la construction des indices ou des méthodologies suivies par les OPC mettant en avant une dimension « climat ». Or le scope 3 peut représenter 75% ou plus des émissions de GES totales d'un émetteur suivant son secteur d'activité, comme le montre le graphique présenté à la suite de ce paragraphe. Les méthodologies de mesure des émissions de GES sur le scope 3 présentent des incertitudes fortes liées aux modèles d'estimation développés par le prestataire, et peuvent générer une double comptabilisation des émissions des GES sur un même portefeuille, mais la prise en compte du scope 3 offre une vue globale des risques de transition qui pèsent sur une société. En effet, une société peu intégrée verticalement dans sa chaîne de valeur peut avoir une empreinte carbone modérée sur les scopes 1 et 2, mais qui masque un scope 3 beaucoup plus important. Elle reste donc exposée au risque de transition en amont par le biais de ses fournisseurs et en aval par le biais de ses distributeurs et usagers, si par exemple une taxe carbone plus importante venait à être mise en place. Un dernier biais concerne **les métriques utilisées pour la publication de l'empreinte carbone des portefeuilles**. Trois grands types de métriques peuvent être distingués – cette liste n'est pas exhaustive – :

1. La mesure absolue des émissions totales de GES financées par le portefeuille, une fois les périmètres d'émissions de GES retenus, exprimées en tonnes de CO<sub>2</sub>e<sup>26</sup>. Il permet par exemple de mesurer la contribution totale au changement climatique d'un portefeuille mais rend difficile les comparaisons entre portefeuilles ;
2. Les métriques normalisées, qui permettent une comparaison entre portefeuilles. Les deux métriques normalisées les plus courantes consistent en :

<sup>24</sup> Ce guide à destination des investisseurs publié en partenariat avec l'IIGCC, 2° Investing Initiative et Deloitte présente les atouts et limites des différentes métriques utilisées pour l'empreinte carbone (« *Investor guide to carbon footprinting* », 23/11/2015).

<sup>25</sup> Les principales normes et méthodes internationales de mesure des GES définissent 3 catégories d'émission :

- Émissions directes de GES (ou SCOPE 1) : Émissions directes provenant des installations fixes ou mobiles situées à l'intérieur du périmètre organisationnel, c'est-à-dire émissions provenant des sources détenues ou contrôlées par l'organisme comme par exemple : combustion des sources fixes et mobiles, procédés industriels hors combustion, émissions des ruminants, biogaz des centres d'enfouissements techniques, fuites de fluides frigorigènes, fertilisation azotée, biomasses...
- Émissions à énergie indirectes (ou SCOPE 2) : Émissions indirectes associées à la production d'électricité, de chaleur ou de vapeur importée pour les activités de l'organisation.
- Autres émissions indirectes (ou SCOPE 3) : Les autres émissions indirectement produites par les activités de l'organisation qui ne sont pas comptabilisées au 2 mais qui sont liées à la chaîne de valeur complète comme par exemple : l'achat de matières premières, de services ou autres produits, déplacements des salariés, transport amont et aval des marchandises, gestions des déchets générés par les activités de l'organisme, utilisation et fin de vie des produits et services vendus, immobilisation des biens et équipements de productions...

Source : Site internet de l'ADEME.

<sup>26</sup> L'équivalent CO<sub>2</sub> (CO<sub>2</sub>e) désigne le potentiel de réchauffement global (PRG) d'un gaz à effet de serre calculé par équivalence avec une quantité de CO<sub>2</sub> qui aurait le même PRG.

- La pondération des émissions de GES du portefeuille par la valeur du portefeuille (« *the carbon footprint of your money* »<sup>27</sup>), exprimée le plus souvent en tonnes de CO<sub>2</sub>e par millions d'euros investis. C'est un indicateur intuitif, qui permet de classer facilement les portefeuilles, mais qui présente deux grands biais liés à la capitalisation boursière<sup>28</sup> et au « price-to-sales ratio »<sup>29</sup> ;
  - La pondération des émissions de GES du portefeuille par la part de chiffre d'affaires de l'émetteur qui peut être attribuée au portefeuille, exprimée le plus souvent en tonnes de CO<sub>2</sub>e par millions d'euros de chiffre d'affaires. Il permet de tenir compte de l'efficacité des sociétés sur les émissions de GES, mais peut conduire à des interprétations erronées suivant le « pricing power » ou le chiffre d'affaire d'une société<sup>30</sup> ;
3. Les indicateurs qui cherchent à refléter l'exposition au risque carbone d'un portefeuille, pour dépasser les biais présentés par les précédents indicateurs. Certains investisseurs calculent ainsi l'intensité carbone moyenne pondérée de leur portefeuille<sup>31</sup>, exprimée par exemple en tonnes de CO<sub>2</sub>e par millions d'euros de chiffre d'affaires, qui permet de mesurer l'exposition du portefeuille aux entreprises fortement émettrices de GES. L'identification des titres « carbo-intensifs » peut permettre à l'investisseur de mettre en place une politique d'engagement voire de désinvestissement à l'égard de ces sociétés.

Ces indicateurs peuvent être adaptés à différentes classes d'actifs comme l'obligataire, le non-coté, les titres souverains, l'infrastructure ou l'immobilier selon des modalités particulières, ou complétés par d'autres métriques qui ne sont pas présentées ici.

**Bonne pratique :**

**A la lumière de ces constats sur l'incertitude des méthodologies et indicateurs utilisés aujourd'hui notamment dans la construction des indices liés au climat, plusieurs SGP qui gèrent des fonds basés sur de tels indices indiquent dans leur prospectus que :**

- **L'indice sur lequel est basé le fonds (ou le portefeuille du fonds) peut intégrer des valeurs fortement émettrices de GES ;**
- **L'analyse du score « climat » est en partie fondée sur des données déclaratives ou des estimations ;**
- **En l'état actuel des données disponibles, toutes les données en matières d'émission de GES ne sont pas disponibles (notamment celles liées au scope 3).**

<sup>27</sup> *Investor guide to carbon footprinting*, Kepler Cheuvreux (2015).

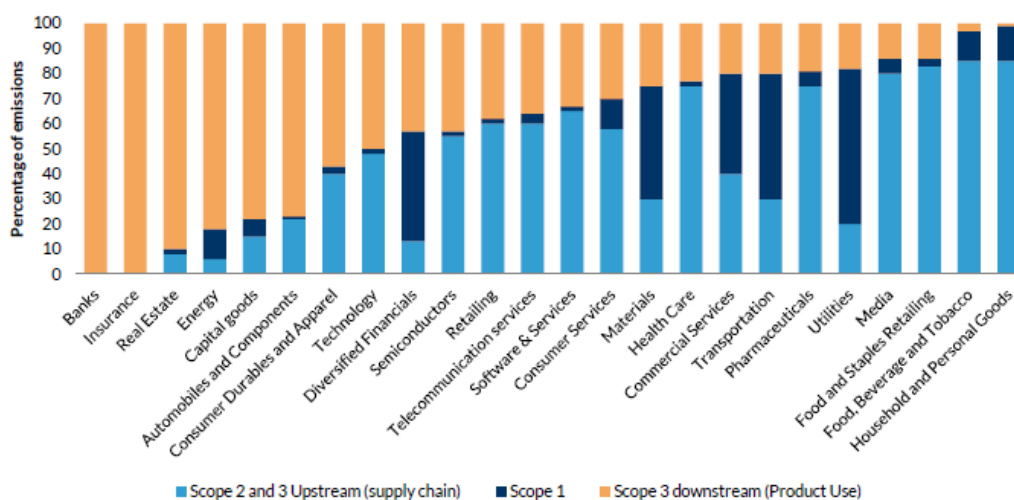
<sup>28</sup> Les grandes entreprises ont tendance à avoir une empreinte carbone totale très importante. Pour un même pourcentage de détention d'une entreprise par un portefeuille, la pondération par la capitalisation boursière conduira à favoriser les entreprises à plus forte capitalisation que les entreprises dont la capitalisation est plus modeste, même si ces dernières affichent une empreinte carbone plus faible, toutes choses égales par ailleurs.

<sup>29</sup> Ratio (émissions de GES du titre / millions d'euros investis) / (émissions de GES du titre / millions d'euros de chiffre d'affaires). Ce ratio peut être inférieur, égal ou supérieur à 1 et varie notamment suivant les secteurs d'activité. Lorsqu'il est supérieur à 1, dans une stratégie construite sur l'intensité carbone pondérée par la capitalisation boursière, il favorise les entreprises avec le plus fort « price-to-sales » ratio pouvant conduire à des biais sectoriels (par exemple le secteur immobilier présente un ratio « price-to-sales » de 11 en 2015, d'après le guide de Kepler Cheuvreux.

<sup>30</sup> Par exemple, un constructeur automobile de luxe qui vendra peu d'unités très émettrices de GES mais très coûteuses aura tendance, avec cet indicateur, à avoir une empreinte carbone plus faible qu'un constructeur d'automobiles moyenne-gamme moins polluantes mais vendues en beaucoup plus grand nombre.

<sup>31</sup> « *weighted average carbon intensity* ».

Chart 5: Scope 3 – it matters!



Source: Based on Inrate data

Source : *Investor guide to carbon footprinting*, Kepler Cheuvreux (2015)

#### 1.1.4. Le cas particulier des fonds investis en obligations vertes (Green bonds)

Parmi les fonds thématiques environnementaux, les fonds spécialisés sur obligations vertes (ou *green bonds*<sup>32</sup>) se développent mais restent aujourd'hui limités.

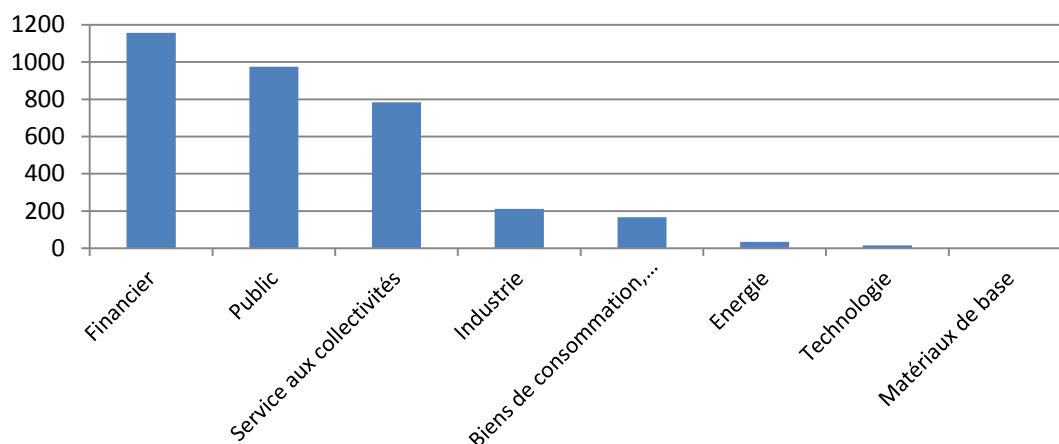
Les *green bonds* (ou obligations vertes) sont « des obligations dont l'encours est alloué au financement de projets environnementaux. Cette information est précisée dans l'utilisation des fonds et le terme « Green Bond » est généralement revendiqué par l'émetteur »<sup>33</sup>.

L'encours d'obligations vertes détenu par les fonds français est de 3,3 milliards d'euros au 30/04/2017, reparti dans 602 OPC. Les obligations vertes souscrites proviennent essentiellement de trois secteurs d'activités : financier, public et service aux collectivités.

<sup>32</sup> Ou obligations environnementales / vertes. Elles sont « des obligations dont l'encours est alloué au financement de projets environnementaux. Cette information est précisée dans l'utilisation des fonds et le terme « Green Bond » est généralement revendiqué par l'émetteur », d'après la lettre économique et financière 2014-3, Etude – Le segment obligataire des Green Bonds et le rôle de l'AMF.

<sup>33</sup> Lettre Economique et Financière 2014-3, Etude – Le segment obligataire des Green Bonds et le rôle de l'AMF.

Encours des Green Bonds souscrites par secteurs (en million d'euros) au 30/04/2017



Source : AMF et Banque de France

L'encours d'obligations vertes est concentré sur dix SGP qui gèrent près des ¾ des encours totaux souscrits par les fonds de droit français. Les fonds sont investis de manière très inégale dans ces obligations vertes puisque la plupart des fonds détiennent moins de 10% de green bonds en portefeuille (579 fonds sur 602 au 30/04/2017).

	31/12/2015	31/12/2016	30/04/2017
<b>Encours des obligations vertes dans les fonds français</b>	1.8 mds €	2.6 mds €	3.3 mds €
<b>Nombre de fonds français détenant au moins une obligation verte</b>	427	537	602
<b>Nombre d'obligations vertes différentes souscrites</b>	74	108	127
<b>Nombre de fonds comptant au moins 10 % d'obligations vertes en portefeuille</b>	12	18	23

L'AMF dénombre, par ailleurs, 7 fonds français dont la stratégie se concentre quasi exclusivement sur les obligations vertes (représentant 0,4 % des encours ISR en gestion collective).

Si les investisseurs institutionnels privilégient aujourd'hui l'investissement en direct dans les *green bonds*, l'intérêt grandissant pour ces titres ou tout autre type d'émission obligataire destinée à financer un projet précis (santé, logement social, éducation...) amène l'AMF à souligner que le recours à ces instruments doit faire l'objet d'une attention particulière de la part des sociétés de gestion. Dans sa recommandation DOC-2016-13 relative à la responsabilité sociale et environnementale, l'AMF rappelle, dans le cas des *green bonds*, que les émetteurs définissent eux-mêmes « les critères permettant de qualifier si un projet est ou non « environnemental ». De plus, « les modalités de contrôle et de suivi a posteriori de la bonne allocation des fonds ne sont encadrées à ce jour que par des recommandations – les Green Bond Principles [...] – auxquelles les émetteurs peuvent décider de se conformer ou non ».

**Bonne pratique:**

L'AMF observe que certaines sociétés de gestion de portefeuille (SGP) souscrivant à ces obligations spécifiques dans leurs fonds veillent :

- **A la cohérence entre les critères retenus par un émetteur pour sélectionner les projets qu'il souhaite financer par le biais d'une « green bond », « social bond » ou « sustainability bond » et la politique d'investissement du fonds. En particulier, les projets financés par ces titres devraient en général être en ligne avec les éventuels objectifs extra-financiers du fonds, tel que défini dans le prospectus ;**
- **A la définition des modalités de contrôle et de suivi *a posteriori* de la bonne allocation des fonds par un émetteur au moment de la souscription du titre en suivant, par exemple, les standards prévus dans les *Green Bond Principles*, *Social Bond Principles* et *Sustainability Bond Principles* de l'International Capital Market Association.**

## 1.2. UNE PRISE EN COMPTE SATISFAISANTE DES ÉLÉMENTS DE DOCTRINE PUBLIÉS DANS LE PREMIER RAPPORT DE L'AMF

Dans un marché en constante innovation, le premier rapport de l'AMF pointait un défaut d'information récurrent des OPC ISR qui ne permettait pas toujours à l'investisseur de comprendre ce que signifie en pratique le qualificatif ISR pour un fonds. Ainsi, sur un échantillon de 102 OPC mettant en avant un caractère ISR<sup>34</sup> fin 2013, l'information présentait des lacunes dans 74% des cas. Ce même échantillon<sup>35</sup> a été de nouveau analysé dans le cadre de ce rapport et montre qu'un manque d'information n'apparaît plus que dans 29% des OPC. Dans le détail, en reprenant les différents points étudiés lors du premier rapport :

- aucun fonds (contre 3% en 2015) n'est référencé comme appartenant à la gamme responsable ou assimilé du producteur sans que sa documentation réglementaire ne comporte une mention relative à cette caractéristique ;
- dans 4% des cas (contre 18% en 2015), le fonds mentionne l'existence d'une politique d'investissement responsable mais la documentation légale ne donne aucune information sur la nature des critères extra-financiers retenus ;
- dans 17% des cas (contre 40% en 2015), l'information relative à la nature des critères extra-financiers est très peu détaillée. Notons à cet égard que le Code de Transparence FIR/AFG/Eurosif joue un rôle essentiel dans la qualité de l'information aux investisseurs puisque 63% des OPC ne donnent de détails sur la nature des critères extra-financiers que dans leur code de transparence et non pas dans leur prospectus ;
- enfin, dans 8% des cas (contre 13% en 2015), l'information sur la nature des critères extra-financiers est bien détaillée mais l'approche retenue n'est pas définie (par exemple : exclusion, pondération, restriction de l'univers éligible avant ou après la prise en compte des critères financiers dans le processus d'investissement).

**Les recommandations de novembre 2015 semblent ainsi avoir été prises en compte par plus de deux-tiers des SGP.** L'information contenue dans la documentation de base des fonds ISR ouverts commercialisés en France est ainsi plus à même d'aider l'investisseur à comprendre la stratégie responsable mise en place par l'OPC. En outre, la revue de l'échantillon a montré le rôle crucial que joue le Code de Transparence dans la bonne compréhension des produits ISR : 76% des OPC de l'échantillon ont publié un Code de Transparence propre à l'OPC ou à une gamme de fonds. Ce dernier ne doit toutefois pas se substituer à la documentation réglementaire de l'OPC ISR qui pourrait notamment contenir les éléments suivants<sup>36</sup> :

- une mention relative au caractère responsable du fonds ;
- une information sur la nature des critères extra-financiers retenus ;
- des détails sur la manière dont sont utilisés les critères extra-financiers ;

<sup>34</sup> Fonds labellisés ou non.

<sup>35</sup> Depuis 2015, trois fonds de l'échantillon ont été liquidés et trois n'ont plus de stratégie ISR ou extra-financière (suite à une fusion/absorption ou un changement de stratégie).

<sup>36</sup> Ces éléments sont repris du rapport de l'AMF publié en 2015 (voir page 30).



- une description de l'approche retenue (articulation entre analyse financière et extra-financière, exclusion, pondération, restriction de l'univers éligible parent, etc.)

Le Code de Transparence reste un document complémentaire à la documentation réglementaire. Si 85% des Codes de Transparence sont à jour sur les sites internet des SGP de l'échantillon, on observe dans 47% des cas des divergences entre le Code de transparence, le reste de l'information disponible et le prospectus. Les divergences concernent en particulier l'usage des dérivés et du prêt/emprunt de titres, le prospectus précisant que l'OPC peut y avoir recours alors que le Code de Transparence indique le contraire.

**Position :**

**L'AMF réitère la position n°2 du premier rapport sur l'ISR indiquant que les sociétés de gestion doivent assurer la cohérence entre les différentes sources d'information disponibles et en particulier entre la documentation commerciale et légale et le Code de Transparence. Elles doivent également veiller à assurer l'accessibilité et la mise à jour des Codes de Transparence.**

**Bonne pratique :**

**L'AMF a observé que plusieurs sociétés de gestion mettent à disposition des souscripteurs le Code de Transparence sur la page de leur site internet dédiée à l'OPC.**

### 1.3. L'ENJEU DE LA DIFFÉRENCIATION DES OPC ISR PAR RAPPORT A LA GESTION CONVENTIONNELLE

Si l'information délivrée dans la documentation de base des OPC ISR commercialisés en France est en nette amélioration, la différenciation claire des stratégies des OPC ISR par rapport à la gestion conventionnelle est un enjeu important de crédibilité pour le développement de ce marché. Alors qu'un nombre croissant de SGP intègrent des critères ESG dans leur gestion classique<sup>37</sup> sans se revendiquer ISR, les OPC ISR devraient montrer en quoi leur gestion contribue au développement durable<sup>38</sup> et influence la gouvernance et le comportement des acteurs financés<sup>39</sup>.

#### 1.3.1. Mettre en avant l'impact des méthodologies ESG sur la sélection des valeurs en portefeuille

Les méthodologies ESG spécifiques mises en place dans les politiques d'investissement des OPC ISR conduisent en principe à une sélection de valeurs différentes d'une sélection conventionnelle. Or, suivant l'analyse de Novethic<sup>40</sup>, l'impact des démarches d'investissement responsable sur les choix de gestion et la composition des portefeuilles est dans la majorité des cas limité. Ainsi le centre de recherche montre qu'à fin 2016, 110 OPC ISR commercialisés en France représentant 20% des encours ISR<sup>41</sup> relevaient de ce qu'il appelle l'« ISR de conviction »<sup>42</sup>. Cette catégorie regroupe les fonds qui suivent des approches best-in-class écartant plus de 50% de leur univers d'investissement, des approches best-in-universe qui excluent plus de 25% des émetteurs, ou des approches thématiques. Il va de soi que dans cette sélection des titres, l'exclusion des sociétés liées directement ou indirectement au financement des armes controversées n'entre pas en compte dans la

<sup>37</sup> 350 SGP agréées en France déclarent dans leur réponse à l'article 173 prendre en compte les critères ESG en 2016

Source : AMF.

<sup>38</sup> Le premier rapport de l'AMF sur l'ISR indiquait : « Une gestion ne devrait se revendiquer ISR que si elle contribue au développement durable et que si elle influence la gouvernance et le comportement des acteurs financés. Une stratégie ISR est donc une stratégie volontariste qui devrait avoir des conséquences concrètes en matière de développement durable. »

<sup>39</sup> Ibid.

<sup>40</sup> Depuis 2016, Novethic qualifie les différentes approches d'investissement responsable en fonction de leur impact sur la construction des portefeuilles.

<sup>41</sup> Soit 20,5 milliards d'euros, selon l'indicateur 2016 des fonds ISR et thématiques de Novethic.

<sup>42</sup> « Celui qui assume jusqu'au bout des choix fondés sur une analyse ESG discriminante » (cf. A-C Husson-Traoré et D. Blanc "L'ISR de conviction doit gagner du terrain", 27/05/2016).



mesure où il s'agit d'une obligation prévue par le Code de la Défense<sup>43</sup>, qui s'applique indistinctement à l'ensemble des fonds en France<sup>44</sup>.

Il n'est pas aisé d'apprécier l'impact de la méthodologie ESG sur la composition du portefeuille, mais un des indicateurs souvent retenu est le taux de sélectivité (ie ratio émetteurs écartés après application du filtre ESG / totalité des émetteurs de l'univers d'investissement). Le référentiel du label ISR, dans son critère 3.1, considère ainsi comme un des deux moyens<sup>45</sup> permettant de mesurer le résultat de la mise en œuvre de la stratégie ESG de l'OPC la réduction de 20% de l'univers d'investissement éligible par rapport à l'univers d'investissement initial. Le sondage mené par les services de l'AMF auprès des SGP<sup>46</sup> a également montré que 81% des répondants suivaient cet indicateur dans la gestion de leurs fonds ISR. Comme tout indicateur, le taux de sélectivité pris de manière isolée peut présenter de nombreux biais : un OPC ISR pourrait par exemple choisir un univers d'investissement très large pour faire monter ce taux. A l'inverse, lorsque les OPC ISR ont des univers d'investissement initiaux restreints dans lesquels les sociétés ont dans l'ensemble une bonne notation ESG, le taux de sélectivité ne parviendra pas à refléter le caractère discriminant des méthodologies ESG déployées par les fonds.

**Compte tenu des limites afférentes au taux de sélectivité et de la difficulté pour les investisseurs non professionnels de comprendre l'impact des méthodologies ESG sur la composition des fonds, l'AMF invite les sociétés de gestion à davantage de pédagogie dans leur communication auprès de leurs souscripteurs non professionnels.** La SGP pourrait par exemple mettre à disposition des investisseurs l'inventaire des titres détenus par les OPC ISR, tout en respectant la position AMF DOC-2004-07 relative aux pratiques de *market timing* et de *late trading*. Cette transparence accrue permettra aux investisseurs de mieux comprendre les implications concrètes des filtres ESG.

**Bonne pratique :**

**Un nombre croissant de sociétés de gestion tente d'explicitier l'impact de la méthodologie ESG sur la sélection des titres en portefeuille dans la documentation commerciale à disposition de l'investisseur. En particulier, les sociétés de gestion peuvent mettre à disposition de l'investisseur sur une page dédiée du site internet de la SGP l'inventaire des titres en portefeuilles des OPC ISR sur une base semestrielle, en respectant les règles en vigueur en matière de *market timing* et de *late trading* (position AMF DOC-2004-07).**

### 1.3.2. La politique d'engagement comme critère de différenciation

La politique d'engagement des fonds ISR joue un rôle important pour justifier du caractère « responsable » de l'OPC. A travers le dialogue et l'exercice des droits de vote attachés aux titres détenus en portefeuilles, la SGP matérialise son action autour des thématiques extra-financières mises en avant par son ou ses fonds ISR. L'engagement est un moyen de suivre et gérer les risques ESG d'une société mais également de faire évoluer la stratégie des entreprises dans lesquels le fonds est investi. Toutefois, l'exercice des droits de vote attachés aux titres détenus par les OPC ne permet pas à lui seul d'affirmer l'aspect responsable de l'OPC dans la mesure où il s'agit d'une obligation légale<sup>47</sup>, précisée par les articles 314-100 à 314-104 du Règlement Général de l'AMF. La dernière enquête de l'Association Française de la Gestion Financière (AFG) sur l'exercice des droits de

<sup>43</sup> Des dispositions pénales sont prévues par le Code de la Défense pour interdire le financement direct ou indirect des armes biologiques ou à base de toxine (voir notamment l'article L. 2341-2 de ce code), des armes chimiques (voir notamment l'article L. 2342-3 de ce code), des mines antipersonnel (voir en particulier l'article L. 2343-2 de ce code) et des armes à sous-munition (voir notamment l'article L. 2144-2 de ce code).

<sup>44</sup> Voir à ce titre les recommandations sur l'interdiction du financement des armes à sous-munitions et des mines antipersonnel de l'AFG publiées en 2013.

<sup>45</sup> Le second moyen est la notation ESG moyenne du portefeuille, qui doit être supérieure à la note ESG moyenne de l'univers de départ.

<sup>46</sup> 16 SGP agréées par l'AMF, gérant 312 fonds ISR pour un encours de 98,19 milliards d'euros à fin 2016 – gestion collective et gestion sous mandat.

<sup>47</sup> L'article L. 533-22 du Code Monétaire et Financier dispose ainsi que « les sociétés de gestion de portefeuille exercent les droits attachés aux titres détenus par les OPCVM et les FIA relevant des paragraphes 1, 2 et 6 de la sous-section 2, du paragraphe 2 ou du sous-paragraphe 1 du paragraphe 1 de la sous-section 3, ou de la sous-section 4 de la section 2 du chapitre IV du titre Ier du livre II du présent code [...] ».

vote par les sociétés de gestion en 2016 montre ainsi que les SGP constituant leur échantillon<sup>48</sup> « exercent effectivement leurs votes pour 79% de leurs actions cotées en portefeuille », ISR comme non-ISR. En revanche, il n'existe, le plus souvent, qu'une politique de vote à l'échelle de la SGP qui s'applique indifféremment aux OPC ISR et non ISR qu'elle gère. Ainsi, la politique de vote doit être en ligne avec les thèmes mis en avant par les OPC ISR. C'est pourquoi l'AMF rappelle, comme lors du premier rapport, l'importance pour les SGP gérant des OPC ISR de diffuser l'information relative à l'exercice effectif des droits de vote<sup>49</sup> pour recenser les « effets concrets de la stratégie ISR »<sup>50</sup>.

**Bonne pratique :**

**La publication par la SGP sur son site internet des votes relatifs aux résolutions présentées en assemblée générale des entreprises dont elle détient des titres en portefeuille (notamment lorsque la ligne constitue plus de 1% du portefeuille du fonds) constitue une bonne pratique observée par l'AMF.**

L'exercice des droits de vote n'étant possible qu'avec la détention d'actions, le dialogue apparaît également être un levier déterminant pour affirmer l'aspect responsable des OPC ISR. Ce dialogue peut s'effectuer suivant plusieurs modalités : un dialogue direct<sup>51</sup> avec les émetteurs sur des thématiques ciblées, rendu public ou non, ou la participation à des coalitions d'investisseurs nationales ou internationales, spécialisées ou généralistes, qui permettent d'exercer une influence plus forte vis-à-vis des sociétés en portefeuilles. Le dialogue permet en outre de mener des actions au cas par cas auprès des émetteurs. Dans un sondage réalisé par les services de l'AMF pour les besoins de ce rapport, l'intégralité des répondants<sup>52</sup> ont indiqué avoir mis en place une politique de dialogue avec les émetteurs et faire partie de coalitions d'investisseurs pour discuter notamment de thématiques extra-financières. Les engagements pris au nom des fonds ISR profitent à l'ensemble la SGP.

**Bonne pratique :**

**De la même manière que pour l'exercice des droits de vote, certaines sociétés de gestion publient sur le site internet des SGP un rapport sur le dialogue mené avec les entreprises détenues en portefeuille, relatant les actions menées sur différentes thématiques auprès des émetteurs et leurs conséquences.**

### 1.3.3. Les labels comme standards d'un marché ISR aux contours flous

Dans un marché ISR aux contours flous, les labels de place peuvent constituer des premiers standards offrant la garantie à l'investisseur qu'est mise en place une démarche de gestion responsable par la SGP. C'est le cas notamment des deux labels soutenus par les pouvoirs publics, le label TEEC<sup>53</sup> et le label ISR, respectivement créés fin 2015 et en janvier 2016.

Le label TEEC a pour objectif de mobiliser une partie de l'épargne au bénéfice de la transition énergétique et écologique en excluant notamment tout investissement dans le secteur nucléaire et les énergies fossiles. Il précise les activités entrant dans le champ de la transition énergétique et écologique et celles qui en sont exclues. Il encadre l'usage des dérivés<sup>54</sup> et le taux de rotation du portefeuille, qui doit être inférieur à

<sup>48</sup> 51 SGP incluant les quinze premières SGP en termes d'encours gérés, vingt-deux parmi les trente premières et vingt-huit des cinquante premières, constituées de sociétés généralistes filiales de groupes bancaires, de sociétés d'assurance ou de mutuelles, de spécialistes filiales d'un groupe ou des sociétés entrepreneuriales.

<sup>49</sup> Auprès des porteurs de parts ou actionnaires.

<sup>50</sup> Synthèse du rapport de l'AMF sur l'ISR dans la gestion collective, Novembre 2015.

<sup>51</sup> Par des rencontres avec le management de la société, des entretiens téléphoniques, échanges de mails, envois de lettres, etc.

<sup>52</sup> 16 SGP agréées par l'AMF, gérant 312 fonds ISR pour un encours de 98,19 milliards d'euros à fin 2016 – gestion collective et mandats.

<sup>53</sup> Transition Énergétique et Ecologique pour le Climat.

<sup>54</sup> Selon son référentiel, « l'utilisation d'instruments financiers dérivés doit se limiter à des techniques permettant une gestion efficace du portefeuille de titres dans lesquels le fonds candidat est investi ». Ainsi « l'utilisation de produits dérivés ne doit pas avoir pour conséquence de dénaturer significativement ou durablement la politique d'investissement du fonds ».

2, sauf dans le cas de conditions de marché « particulières, objectives et chiffrées »<sup>55</sup>. Les fonds de fonds<sup>56</sup> et OPC monétaires sont éligibles au label ainsi que les fonds obligataires si leur actif est investi à au moins 83,5% dans des obligations vertes dont l'éligibilité est précisée. Le label qui est délivré par Novethic et EY France a été attribué à 15 fonds<sup>57</sup> pour un encours sous gestion supérieur à 1,5 milliards d'euros au 15 novembre 2017.

**Le label ISR vise quant à lui à favoriser la visibilité de la gestion ISR, par les épargnants, et au niveau européen. Il garantit aux investisseurs que le fonds a bien développé une méthodologie d'évaluation ESG des émetteurs et intègre ces critères dans sa politique d'investissement.** D'après le cahier des charges, cette dernière doit conduire soit à la réduction de 20% de son univers d'investissement initial, soit à une note ESG moyenne du portefeuille supérieure à la note ESG moyenne de l'univers de départ et en aucun cas inférieure à la note ESG pondérée de l'univers d'investissement initial du fonds ou de l'indice de référence après élimination des 20% de plus mauvaises valeurs. L'usage des instruments financiers dérivés est également encadré et doit se limiter « à des techniques permettant une gestion efficace du portefeuille de titres dans lesquels le fonds candidat est investi »<sup>58</sup>. Le référentiel précise par ailleurs que « les titres de créance émis par les Etats, les collectivités territoriales et par les agences gouvernementales ou internationales, autres que les obligations « vertes » n'entrent pas dans le champ des actifs ISR concernés par le label »<sup>59</sup>. Les fonds monétaires ainsi que les fonds de fonds investis au moins à 90% dans des fonds ayant le label ISR sont éligibles. A ce jour, EY France et l'AFNOR ont été accrédités par le Comité français d'accréditation (COFRAC) comme auditeurs du label et 119 fonds gérés par 23 SGP ont été labellisés pour un encours de 22 milliards d'euros.

Ces labels, soutenus par les pouvoirs publics, existent conjointement à plusieurs initiatives privées qui s'inscrivent dans des cadres bien définis.

**En matière de finance solidaire, l'association Finansol<sup>60</sup> délivre depuis 1997 son label pour « distinguer les produits d'épargne solidaire des autres produits d'épargne auprès du grand public »<sup>61</sup>.** Concernant la gestion collective<sup>62</sup>, un OPC doit se conformer à l'un des deux mécanismes de solidarité pour être éligible au label : investir entre 5 et 10% de son actif dans des organismes agréés « entreprise solidaire » ou verser au moins 25% des intérêts ou de la performance du fonds sous forme de dons à des associations. Il doit par ailleurs respecter des critères de transparence et d'information en tenant à disposition des souscripteurs « l'ensemble des informations sur le placement labellisé »<sup>63</sup>. Les OPC solidaires représentent 7,2 milliards d'euros d'encours en 2016, soit 73,9% de l'encours d'épargne solidaire total. Enfin, depuis 2002, **le Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES) labellise des gammes de fonds d'épargne salariale suivant quatre grands principes.** Parmi les critères requis par le CIES, le fonds candidat au label CIES doit mettre en place une démarche ISR sur toutes les classes d'actifs<sup>64</sup>. Il doit également défendre les intérêts de ses salariés souscripteurs à travers notamment « le meilleur rapport qualité/prix », l'exercice des droits de vote par le fonds ou le fait de ne pas privilégier les fonds de fonds<sup>65</sup>. Quant à la gouvernance du fonds, « le CIES estime indispensable que les représentants des salariés

<sup>55</sup> Ibid.

<sup>56</sup> S'ils sont investis au moins à 90% dans des fonds labellisés TEEC et si la poche restante est investi en valeurs mobilières ou instruments du marché monétaire au sens de l'article 50 (2)(a) de la directive OPCVM.

<sup>57</sup> Liste disponible sur le site internet du ministère de la transition écologique et solidaire : <https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/label-transition-energetique-et-ecologique-climat>.

<sup>58</sup> Selon le référentiel du label ISR.

<sup>59</sup> Ibid.

<sup>60</sup> Association française de promotion d'une finance éthique, humaine et solidaire créée en 1995.

<sup>61</sup> Selon son site internet : <https://www.finansol.org/pourquoi-un-label/>.

<sup>62</sup> L'épargne solidaire en France, qui représentait près de 10 milliards d'euros en 2016, est drainée par trois grands canaux : l'épargne bancaire (3 milliards d'euros), l'épargne salariale (6,2 milliards d'euros), dont les supports peuvent être des OPC, et l'épargne collectée par des entreprises solidaires (502 millions d'euros). Source : Enquête annuelle 2016 Finansol.

<sup>63</sup> Selon le référentiel du label Finansol.

<sup>64</sup> Une exception est faite pour les supports monétaires, pour lesquels une démarche ISR « sera néanmoins favorablement appréciée » selon le cahier des charges du CIES.

<sup>65</sup> « Afin de favoriser la transparence des fonds, de garantir la faiblesse des frais de gestion supportés par les salariés épargnants, et de permettre un exercice effectif des droits de vote », *ibid.*

disposent d'une majorité absolue des membres »<sup>66</sup>. Quatorze gammes de fonds sont labellisées par le CIES en 2016, pour un encours de plus de 16 milliards d'euros, soit 75% de l'épargne salariale ISR<sup>67</sup>.

### Part des OPC dans l'encours d'épargne solidaire (au 31/12)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Encours des OPC solidaires (en M€)	1 180	1 073	1 719	2 241	2 420	3 409	4 597	5 001	6 132	7 216
Encours de l'épargne solidaire (en M€)	1 623	1 630	2 400	3 082	3 548	4 690	6 018	6 836	8 457	9 765
Part des OPC dans l'encours d'épargne solidaire	72,7%	65,8%	71,6%	72,7%	68,2%	72,7%	76,4%	73,2%	72,5%	73,9%

Source : Finansol

#### **Recommandations :**

**A la lumière de ces constats sur la labellisation, l'AMF réitère la recommandation n°4 de son premier rapport sur l'ISR en invitant tout fonds commercialisé en France souhaitant mettre en avant un caractère ISR à publier un document explicitant sa démarche sur le modèle du Code de Transparence européen ou à adhérer à une charte, un code ou un label sur la prise en compte de critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.**

**De surcroît, l'AMF recommande que les fonds commercialisés auprès d'investisseurs non professionnels en mettant en avant un caractère ISR obtiennent le label ISR. En effet, dès lors qu'un label public ISR a été mis en place, l'utilisation de la même terminologie à des fins commerciales sans avoir obtenu le label peut induire l'investisseur en erreur.**

#### **1.3.4. Les stratégies dites « à impact » et l'épargne solidaire vont au-delà de la prise en compte de critères ESG en cherchant spécifiquement à ce que les investissements aient un impact extra financier mesurable**

Parmi les trois objectifs principaux auxquels répond généralement l'ISR<sup>68</sup> figure l'impact favorable visé par cet investissement en matière environnementale et sociale (*impact investing*<sup>69</sup>). Novethic note d'ailleurs que les investisseurs responsables recherchent de plus en plus à ce que leurs placements aient des impacts mesurables en matière environnementale et sociale en même temps qu'un rendement financier<sup>70</sup>, marquant une nouvelle ère pour la finance responsable : « la seule intention de prendre en compte des critères environnementaux et sociaux ne suffit pas. Il faut l'assortir d'objectifs chiffrés, mesurés dans le temps »<sup>71</sup>. Notons, à cet égard, la publication des principes pour la finance à impact positif<sup>72</sup> par l'UNEP FI<sup>73</sup> le 30 janvier

<sup>66</sup> Ibid.

<sup>67</sup> D'après le site internet du CIES, l'épargne salariale ISR n'inclut pas les fonds d'actionnariat salarié.

<sup>68</sup> Mentionnés dans le premier rapport de l'AMF sur l'ISR dans la gestion collective.

<sup>69</sup> Défini par le GIIN (Global Impact Investing Network) de la manière suivante : « Impact investments are investments made into companies, organizations, and funds with the intention to generate social and environmental impact alongside a financial return. ».

<sup>70</sup> « Les investisseurs en quête d'impacts. Stratégies, innovations et défis. » - Etude Novethic de juillet 2017.

<sup>71</sup> Ibid.

<sup>72</sup> "The Principles for Positive Impact Finance, a common framework to finance the sustainable development goals", UNEP Finance initiative, 30 janvier 2017. Ces principes s'inscrivent dans le prolongement de l'initiative PRI (Principles for Responsible Investment) lancée par les Nations unies en avril 2006, qui « vise à déterminer les liens entre les investissements et les questions environnementales, sociales et de gouvernance, et à aider les signataires à incorporer ces questions à leurs décisions relatives à l'investissement et à l'actionnariat » à travers la promotion de 6 principes, selon leur brochure consultable à l'adresse suivante : <https://www.unpri.org/about>. 138 SGP dont le siège social est en France sont signataires des PRI au 07/11/2017.

Source : <https://www.unpri.org/signatory-directory/>.

<sup>73</sup> L'initiative financière du Programme des Nations unies pour l'environnement (United Nations Environment Programme – Finance Initiative) est un partenariat établi par le Programme des Nations unies pour l'Environnement (PNUE) et le secteur financier, créé à la suite du

2017, qui fournissent des « conseils aux financiers et aux investisseurs pour analyser, piloter et rendre publics les impacts sociaux, environnementaux et économiques des produits et services financiers qu'ils offrent. »<sup>74</sup>.

**Cette recherche d'un retour social et/ou environnemental en sus d'un retour financier, développée depuis plus d'une décennie par les fonds d'impact investing, fait débat quant à son inscription parmi les stratégies ISR.** Pour beaucoup d'acteurs, cette approche est à part « car elle revêt une dimension très spécifique plus proche du financement de projet »<sup>75</sup>, qui n'est pas l'objet initial de l'ISR. **Les encours ISR étant le plus souvent investis dans des titres de sociétés cotées, souverains et quasi-souverains, il est difficile de mettre en place des indicateurs extra-financiers permettant de mesurer l'impact du portefeuille en matière environnementale<sup>76</sup> et sociale.** Cela s'explique notamment par la différence entre « détention d'actifs et financement », comme le souligne un rapport de 2<sup>e</sup> *Investing Initiative*<sup>77</sup>. L'acquisition d'actifs financiers et les investissements dans l'économie réelle n'ont pas les mêmes effets en matière de formation brute de capital fixe. Le rapport de 2<sup>e</sup> *Investing Initiative* préconise de développer un cadre méthodologique robuste pour mesurer l'effet de la détention d'un portefeuille d'actifs sur le financement de l'économie. Cette approche implique en particulier de mettre en transparence la chaîne d'intermédiation du financement, depuis l'OPC jusqu'aux investissements finaux, et d'analyser la structure du financement de l'entité financée pour mesurer le rôle de l'OPC dans le financement de cet acteur ou d'un secteur d'activités. Un tel outil permettrait d'identifier les bénéfiques en matière sociale et environnementale générés par l'allocation de titres de l'OPC ISR.

Différentes initiatives existent à l'heure actuelle pour mettre en avant les impacts sociaux et environnementaux des produits d'épargne. Dans le financement des entités non-cotées, pour lequel il est plus simple d'identifier l'impact extra-financier de l'investissement, l'AFIC a créé en 2012 son club *AFIC impact* qui réunit, en 2017, quinze SGP cherchant à générer une performance financière et sociale à travers leurs investissements. Elles gèrent 1,3 milliards d'euros investis dans 400 entreprises. L'emploi inclusif est le premier impact recherché par ces financements, suivi de l'environnement et du développement local<sup>78</sup>, sur lesquels les SGP communiquent régulièrement.

**L'épargne solidaire permet également de générer un impact extra-financier plus facilement identifiable à travers l'investissement dans des entités poursuivant une utilité sociale.** La loi n°2014-856 du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire facilite l'identification de ces entités en définissant le périmètre des « entreprises de l'économie sociale et solidaire<sup>79</sup> » (article 1<sup>er</sup> de cette loi). Ces entreprises de l'ESS peuvent par ailleurs bénéficier, sous certaines conditions<sup>80</sup>, de l'agrément « Entreprise Solidaire d'Utilité Sociale » (ESUS) qui ouvre l'accès au financement à partir de plusieurs dispositifs de collecte d'épargne solidaire, en particulier l'épargne salariale solidaire. Selon Finansol, 73,9 % de l'encours d'épargne solidaire est aujourd'hui collecté par les OPC solidaires<sup>81</sup>. Cette même association indique que la finance solidaire a permis en 2016 de créer ou consolider 49 000 emplois, de reloger 5 500 personnes et de produire l'équivalent de la consommation

---

Sommet de la Terre de Rio en 1992. Elle rassemble plus de 200 banques, assureurs et investisseurs qui travaillent aux côtés du PNUD pour promouvoir les actions en faveur du développement durable et l'intégration des dimensions environnementales et sociales à tous les niveaux opérationnels des institutions financières.

<sup>74</sup> D'après la publication du MEDEF à ce sujet : <http://www.medef.com/fr/actualites/publication-des-principes-pour-une-finance-a-impact-positif>

<sup>75</sup> Rapport de l'AMF sur l'investissement socialement responsable dans la gestion collective (novembre 2015) p. 11.

<sup>76</sup> Les discussions autour de la mesure de l'empreinte carbone des portefeuilles sont présentées en deuxième partie de ce rapport.

<sup>77</sup> « Fiscalité de l'épargne financière et orientation des investissements », 2<sup>e</sup> *Investing Initiative*, avril 2017.

<sup>78</sup> Selon la plaquette « Du capital pour relever les défis sociaux, sociétaux et environnementaux ! » publiée par l'AFIC en mai 2017.

<sup>79</sup> Peuvent faire publiquement état de leur qualité d'entreprise de l'ESS :

- Les personnes morales de droit privé constituées sous la forme de coopératives, de mutuelles ou d'unions relevant du code de la mutualité ou de sociétés d'assurance mutuelles relevant du code des assurances, de fondations ou d'associations régies par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901 relative au contrat d'association ou, le cas échéant, par le code civil applicable aux départements du Bas-Rhin, du Haut-Rhin et de la Moselle ;
- Les sociétés commerciales qui remplissent statutairement une série d'exigences définies dans la loi n°2014-856 du 31/07/2014 relative à l'ESS : respect des conditions mentionnées au I de l'article 1<sup>er</sup> de cette loi (et notamment en matière de gouvernance) ; recherche d'une utilité sociale au sens de l'article 2 de cette loi ; application de principes de gestion (orientation des excédents dégagés par la société) définis dans cette loi.

<sup>80</sup> Voir l'article 11 de la loi relative à l'ESS.

<sup>81</sup> Source : Baromètre de la finance solidaire 2017 de Finansol.

d'énergie de 20 000 foyers en électricité renouvelable<sup>82</sup>. Des dispositifs ouverts uniquement aux investisseurs professionnels sont par ailleurs développés, comme le contrat à impact social, qui permet de faire financer un programme social par un acteur privé rémunéré uniquement en cas de succès attesté par un tiers indépendant.

#### 1.4. L'ENJEU DE LA PROMOTION ET LA DISTRIBUTION DES FONDS ISR

Les pouvoirs publics cherchent, depuis plusieurs années, à faire connaître aux clients non professionnels les fonds ISR, notamment à travers la création des labels ISR et TEEC. La distribution de ces produits auprès du grand public reste limitée, malgré une appétence, semble-t-il, forte, de ces investisseurs, pour la prise en compte des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leurs investissements. L'enquête sur l'ISR en France, réalisée chaque année depuis 2009 par VigéoEiris et le FIR, montre que la gamme de produits responsables est très peu mise en avant par les distributeurs auprès des investisseurs non professionnels. D'après cette étude, en 2017, 66% des français n'ont jamais entendu parler de l'ISR et seulement 3% se sont vus proposer des produits ISR par leur établissement financier, alors qu'une majorité de clients non professionnels déclare accorder une place importante aux impacts environnementaux dans leurs décisions de placement<sup>83</sup>. **La prise en compte plus fine de la sensibilité des investisseurs non professionnels pour les critères extra-financiers sera un enjeu important des prochaines années.** Cette sensibilité devrait notamment être mieux prise en compte par les distributeurs dans la connaissance des clients et dans l'univers de produits qu'ils référencent pour l'intégrer au conseil en investissement qu'ils fournissent.

La promotion de la gamme de produits financiers responsables auprès des investisseurs non-professionnels est un enjeu déterminant pour le développement de ce marché. Outre les labels, différentes initiatives cherchent à faire connaître les placements responsables auprès du grand public, portées le plus souvent par des associations de place. Ainsi, Finansol organise depuis 2007 la semaine de la finance solidaire qui réunit les principaux acteurs de la finance solidaire autour d'événements dans toute la France. Le FIR organise depuis 2010 la semaine de l'ISR, renommée en 2016 la semaine de la finance responsable<sup>84</sup>. D'autres leviers d'action pourraient être activés pour porter à la connaissance du grand public l'offre de produits responsables comme : une formation accrue des différents interlocuteurs des épargnants non professionnels sur les produits d'épargne responsable, une communication plus intense des distributeurs sur la gamme de produits responsables qu'ils proposent et l'inclusion d'un plus grand nombre de ces produits dans les autres produits d'épargne.

---

<sup>82</sup> Source : site internet de Finansol [<https://www.finansol.org/quels-impacts-pour-la-societe/>]

<sup>83</sup> 48% des investisseurs individuels disent accorder une place très importante (10%) ou importante (38%) à ces impacts selon cette même enquête.

<sup>84</sup> Sous le haut patronage du ministère de la transition écologique et solidaire et depuis 2015 du ministère de l'économie et des finances.



## 2. DES EFFORTS DE TRANSPARENCE A POURSUIVRE POUR LA PRISE EN COMPTE DES CRITERES ESG RETENUS DANS LE CADRE DE L'ARTICLE 173

### 2.1. RAPPEL DES OBJECTIFS ET OBLIGATIONS DE L'ARTICLE D. 533-16-1 DU CODE MONETAIRE ET FINANCIER

#### 2.1.1. L'objectif de la loi

L'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte (LTECV) étend les dispositions issues de l'article 224 de la loi Grenelle II en demandant aux SGP et investisseurs institutionnels de rendre compte de manière précise de l'analyse des enjeux associés aux risques climatiques et des initiatives qu'ils ont prises sur ce sujet. Cette disposition législative cherche à faire émerger les meilleures pratiques en terme de politique d'investissement et de gestion des risques – en particulier liés au changement climatique – dans la gestion d'actifs :

« L'objectif général du décret d'application est de permettre aux acteurs de s'approprier les enjeux environnementaux (en particulier, enjeux liés au changement climatique), sociaux et de gouvernance (enjeux ESG). Il demande aux acteurs visés par l'article L.533-22-1 du code monétaire et financier de décrire la manière dont ils prennent en compte ces enjeux (le cas échéant, d'indiquer qu'ils ne les prennent pas en compte ou seulement partiellement), sans imposer de méthode prescriptive. Cette approche cherche à favoriser le développement d'approches diverses, en fonction de la nature des activités et des investissements de chaque acteur, et à contribuer à l'émergence de meilleures pratiques. »<sup>85</sup>

#### 2.1.2. Les obligations nouvelles

L'article D. 533-16-1 du code monétaire et financier (COMOFI) pris en application de l'article 173 de la LTECV étend les dispositions issues de l'article 224 de la loi Grenelle II sur quatre points principaux :

- Les investisseurs institutionnels sont désormais visés par le décret pris en application de la LTECV, dont les dispositions n'étaient auparavant applicables qu'aux gestionnaires d'actifs ;
- Les entités sont invitées à présenter leur démarche de prise en compte des critères ESG, le cas échéant, dans leur politique de gestion des risques ;
- Le décret décrit avec plus de détails les critères relatifs aux objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance et insiste notamment sur les critères environnementaux<sup>86</sup> ;
- Le décret n°2012-132 du 30 janvier 2012 distinguait les OPCVM « gérés qui prennent simultanément en compte des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance » des « autres organismes de placement collectif en valeurs mobilières ». Cette distinction est abandonnée au profit de la distinction entre OPC référencés<sup>87</sup> dont l'actif net est inférieur à 500 millions d'euros de ceux dont l'actif net est supérieur à 500 millions d'euros<sup>88</sup>.

<sup>85</sup> Extrait de la fiche de présentation du projet de décret d'application de l'article L.533-22-1 du code monétaire et financier établie par la Direction Générale du Trésor.

<sup>86</sup> Le décret demande ainsi d'indiquer si les critères environnementaux relèvent de risques associés au changement climatique correspondant à des risques physiques ou de transition et d'apprécier la contribution au respect de l'objectif international de limitation du réchauffement climatique et à l'atteinte des objectifs de la transition énergétique et écologique.

<sup>87</sup> Organismes de placement collectif mentionnés au 1° du II du décret, soit les OPCVM (relevant de la directive UCITS), sous la forme de FCP ou de SICAV, certains FIA (relevant de la directive AIFM), sous la forme de FCP ou de SICAV, comme les FIVG, FCPR, FCPI, FIP, FPVG, FPS, FPCI, SLP, FCPE régis par les dispositions de l'article L. 214-164 du COMOFI et investis pour moins d'un tiers en titres de l'entreprise, FCPE régis par les dispositions de l'article L. 214-165 du COMOFI et dont plus du tiers de l'actif est investi en titres de l'entreprise ou en titres de sociétés qui lui sont liées, et les SICAVAS.

<sup>88</sup> Hors cas particuliers, ce seuil de 500 millions d'euros peut être constaté à la date de clôture de l'OPC ou une autre date que la SGP estime plus pertinente pour publier les informations ESG.

Les OPC référencés dont l'encours est supérieur à 500 millions doivent indiquer, selon une approche « se conformer ou expliquer », davantage d'éléments sur la démarche de prise en compte des critères ESG. Ces éléments se répartissent en quatre grands blocs d'information<sup>89</sup> :

- Nature des critères ESG pris en compte ;
- Information sur l'analyse mise en œuvre sur les critères ESG ;
- Méthodologie et résultats de l'analyse ESG ;
- Intégration des résultats et de l'analyse dans le processus d'investissement.

Les dispositions issues de l'article D. 533-16-1 du COMOFI laissent le choix à la SGP de publier ces informations ESG au niveau de chaque OPC ou de les regrouper selon leur propre typologie (par classes d'actifs, émetteurs, zones géographiques, etc.).

### 2.1.3. L'article 173 de la LTECV s'inscrit dans le prolongement de l'article 224 de la loi Grenelle II

L'entrée en vigueur des dispositions issues de l'article 173 de LTECV, en tant qu'extension des dispositions issues de l'article 224 de la loi Grenelle II, n'a pas constitué un bouleversement réglementaire pour une majorité de SGP. Ainsi une dizaine de SGP n'a pas remis à jour les mentions réglementaires et continuent à faire référence à l'article 224 de la loi Grenelle II. **Ces SGP doivent veiller à mettre à jour ces informations pour les rendre conformes à l'article 173 de la LTECV.**

## 2.2. BILAN DES PREMIERS REPORTINGS

Les travaux conduits par l'AMF dans le cadre de ce rapport ont porté exclusivement sur l'application des nouvelles dispositions législatives par les SGP, qui devaient publier les informations ESG « au plus tard le 30 juin 2017 » (article 2 de l'article D. 533-16-1 du COMOFI). Les informations ESG relatives aux OPC dont l'actif net est supérieur à 500 millions d'euros doivent être publiées sur le site de la société de gestion et dans le rapport annuel.

### 2.2.1. Publication de la démarche générale de prise en compte des critères ESG

Sur l'année 2016, 554 SGP géraient un OPC référencé par l'article D. 533-16-1 du COMOFI et devaient, à ce titre, publier sur leur site internet leur démarche générale « sur la prise en compte de critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance dans la politique d'investissement et, le cas échéant, de gestion des risques ». Sur ces 554 SGP, 38 sortent du champ d'analyse pour cause de fusions ou sites internet inaccessibles au moment de nos travaux. Par conséquent, l'analyse porte sur 516 SGP qui devaient répondre aux nouvelles obligations de ce décret pour l'année 2016.

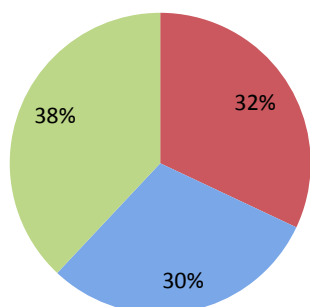
---

<sup>89</sup> Voir notamment pour plus de détails le guide professionnel de l'AFG d'octobre 2016 : « Loi sur la transition énergétique pour la croissance verte – Application aux sociétés de gestion de l'article 173 »



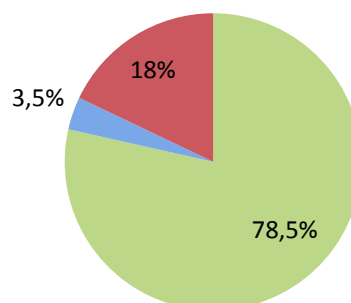
### Conformité des sociétés de gestion à l'article 173

En nombre de sociétés de gestion



- Pas de publication
- Publication sans prise en compte des critères ESG ("explain")
- Publication avec prise en compte des critères ESG ("comply")

Encours gérés par les sociétés de gestion



Source : AMF

**Une majorité de SGP s'est conformée à cette obligation de transparence** : 350 SGP (soit 68% en nombre) ont publié des informations relatives aux critères ESG sur leur site internet, contre 166 SGP (soit 32%) qui ne mettent pas à disposition cette information. Parmi ces 350 SGP, 194 (30% de l'ensemble) déclarent prendre en compte des critères sociaux, environnementaux et qualité de gouvernance dans la politique d'investissement ou de gestion des risques, contre 156 (38% de l'ensemble) qui indiquent ne pas en tenir compte. Cette information se trouve dans la majeure partie des cas dans la rubrique « informations réglementaires » des sites internet des SGP, ce qui en facilite l'accès aux investisseurs. Cependant, dans le cas des SGP présentes dans plusieurs pays, les informations relatives à l'article 173 de la LTECV peuvent être diffusées sur différents supports, renvoyant parfois sur le site internet de la société-mère et vers un document non rédigé en français.

**En termes d'encours, les sociétés de gestion qui publient un rapport et prennent en compte les critères ESG représentent 78,5% des encours gérés par les sociétés de gestion** (gestion collective et mandats de gestion confondus), soit près de 3000 Mds€ d'encours gérés qui font l'objet d'un rapport intégrant des critères ESG.

#### **Recommandation :**

**Pour faciliter l'accès à ces informations, l'AMF recommande de publier les informations relatives à l'entité (1° du II du D. 533-16-1 du COMOFI) en un seul document, aisément accessible sur le site internet de la SGP (par exemple, au travers de renvois depuis les pages traitant des sujets de développement durable) et rédigé en français si la SGP s'adresse à des investisseurs non professionnels en France.**

#### **2.2.2. Le cas des SGP gérant un ou des OPC dont l'actif net est supérieur à 500 millions d'euros**

Parmi les 61 SGP agréées par l'AMF qui géraient en 2016 un OPC référencé de droit français<sup>90</sup> dont l'actif net est supérieur à 500 millions, 70% d'entre elles (soit 43 sociétés) ont indiqué intégrer les critères ESG dans leur politique d'investissement ou de gestion des risques. Dans un contexte réglementaire souple, ces 43 SGP ont publié des rapports liés à l'article 173 de 16 pages en moyenne, avec un minimum de 3 pages et un maximum de 72 pages. Une SGP a publié un tableau de correspondance entre les points listés par le D. 533-16-1 du COMOFI et leur réponse dans le rapport publié par la SGP.

<sup>90</sup> 491 OPC référencés de droit français ont un actif net supérieur à 500 millions d'euros en 2016.

### Tableau de correspondance

Informations à fournir au titre de l'article 173 de la Loi transition énergétique pour la croissance verte	Correspondance rapport
<b>Nature des principaux critères ESG pris en compte</b>	ISR : p 16 Actifs immobiliers : p 36
Raison du choix de ces critères	ISR : p 16 Actifs immobiliers : p 36
Critères environnementaux, risques associés au changement climatique :	
- Risques physiques	Sur les actifs immobiliers : p 45
- Risques de transition	Stratégie climat : p 47
- Appréciation de la contribution au respect de l'objectif international de limitation du réchauffement climatique et à l'atteinte des objectifs de la transition écologique et énergétique	Stratégie climat – prochaines étapes : p 51
<b>Informations utilisées pour l'analyse mise en œuvre sur les critères ESG</b>	ISR : p 16 Actifs immobiliers : p 36
<b>Méthodologie et résultats de l'analyse mise en œuvre sur les critères ESG</b>	
Méthodologie en lien avec les objectifs environnementaux	
- Conséquences des changements climatiques et des événements météorologiques extrêmes	Sur les actifs immobiliers : p 45
- Evolution de la disponibilité et du prix des ressources naturelles	Manque de maturité à date sur ce sujet
- Cohérence des dépenses d'investissement des émetteurs avec une stratégie bas carbone	ISR : p 16
- Tout élément lié à la mise en œuvre par les pouvoirs publics de l'objectif international de limitation du réchauffement climatique	
- Mesures d'émissions de GES passées, actuelles ou futures, directe ou indirectes	Stratégie climat – mesure de l'empreinte carbone : p 48
- Encours investis dans des fonds thématiques contribuant à la transition énergétique et écologique	Stratégie climat – obligations durables : p 51
<b>Intégration des résultats de l'analyse</b> conduite dans la politique d'investissement	ISR : p 16
- Description des changements effectués suite à cette analyse	Actifs immobiliers : p 36
- Mise en œuvre d'une politique d'engagement auprès des émetteurs	Activités d'engagement : p 13 Activités d'engagement via ISR : p 32
- Mise en œuvre d'une stratégie d'engagement auprès des sociétés de gestion de portefeuille	Responsible investment guidelines : p 3
- Contribution à la limitation du réchauffement climatique et à la transition écologique et énergétique <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Analyse de la cohérence de la politique d'investissement avec ces objectifs</li> <li>▪ Cibles indicatives</li> <li>▪ Actions menées suite aux analyses</li> <li>▪ Position par rapport aux cibles indicatives fixées</li> </ul>	Manque de maturité à date sur ce sujet pour pouvoir définir des cibles

#### Bonne pratique :

L'AMF constate que certaines SGP font explicitement référence aux points mentionnés dans l'article D. 533-16-1 du COMOFI (à travers, par exemple, un tableau de correspondance) afin de faciliter la lecture et la comparabilité des informations publiées par les SGP dans leur rapport.

### 2.2.3. L'empreinte carbone utilisée de manière croissante mais selon des méthodologies très diverses

L'empreinte carbone des portefeuilles a été un outil souvent retenu par ces SGP dans leur rapport lié à l'article 173 de LTECV : 30 SGP<sup>91</sup> publient ou se sont engagées à publier l'empreinte carbone<sup>92</sup> d'une partie ou de l'ensemble de leurs portefeuilles. L'article D 533-16-1 dispose en effet au b) du 3° du III que des précisions peuvent être apportées sur « des mesures d'émissions de gaz à effet de serre, passées, actuelles ou futures, directes ou indirectes, associées aux émetteurs faisant partie du portefeuille d'investissement ». En outre, ces SGP sont majoritairement signataires du Montreal Carbon Pledge ou de la Portfolio Decarbonization Coalition et à ce titre se sont engagées à publier l'empreinte carbone de leurs portefeuilles sur une base annuelle.

**Les méthodologies suivies pour mesurer les émissions de gaz à effet de serre (GES) des émetteurs restent encore aujourd'hui perfectibles. Suivant le prestataire retenu, les résultats de l'analyse peuvent varier sensiblement pour un même portefeuille et pour les mêmes périmètres d'émissions de GES retenus.** Plusieurs SGP en ont fait le constat dans leur rapport publié en application de l'article 173 de la LTECV. Une SGP a ainsi publié l'empreinte carbone d'un de ses OPC comparée à son indice de référence, provenant de deux prestataires différents : pour les mêmes périmètres d'émission de GES, les résultats varient du simple au double, voire au triple, d'un prestataire à un autre. Les résultats convergent toutefois pour montrer que l'OPC émettait significativement moins de GES que son indice de référence. Une autre SGP a présenté dans son rapport une comparaison des différents indicateurs liés au climat fournis par cinq prestataires. Le total des émissions de GES sur les *scopes* 1 et 2<sup>93</sup> calculées en tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> convergent autour du même résultat selon les différents prestataires. Trois fournisseurs sur les cinq proposent le calcul des émissions de GES totales du portefeuille en incluant le *scope* 3 selon le rapport. La SGP n'a publié les résultats que d'un prestataire qui montre que le *scope* 3 représente plus de 60% des émissions de GES totales du portefeuille. De plus, concernant le calcul de l'intensité carbone pondérée par le chiffre d'affaires des titres en portefeuille, les résultats varient du simple au double suivant les différents prestataires. Cette comparaison montre enfin que les cinq prestataires n'ont pas la même offre de services sur l'ensemble des indicateurs climat (certains proposent le calcul de la part verte des activités des entreprises, des réserves d'énergies fossiles des sociétés, des émissions évitées de GES, l'alignement du portefeuille sur un scénario de transition énergétique, etc.).

**Un des rapports publiés en application de l'article 173 de la LTECV d'une SGP synthétise les atouts et limites de l'empreinte carbone, en soulignant qu'il s'agissait d'un indicateur utile et perfectible mais pas suffisant pour construire une stratégie climatique robuste**<sup>94</sup>. Le calcul des émissions de GES par million d'euros investis rapportées à la capitalisation boursière des entreprises permet d'effectuer des comparaisons sectorielles ainsi que de comparer deux portefeuilles. Le calcul de l'intensité carbone des entreprises, parce qu'il est rapporté au chiffre d'affaires, permet quant à lui une analyse plus fine des émissions de GES d'une firme car elle ne dépend pas des fluctuations boursières. Ces deux indicateurs, souligne la SGP, ne prennent toutefois pas en compte la plupart du temps le *scope* 3 des GES, amenant à des conclusions minorées<sup>95</sup>. En outre l'empreinte carbone est un instantané des émissions de GES d'une entreprise, elle ne reflète pas la trajectoire suivie par cette dernière.

Dans un tel contexte, **la démarche de mesure d'émissions de gaz à effet de serre des émetteurs ne constitue qu'un premier pas dans la construction d'une stratégie climatique robuste**. Elle permet par exemple d'identifier les plus gros émetteurs de GES en portefeuilles, de se positionner par rapport à un indice ou des SGP concurrentes et de préciser sa politique d'engagement sur certains secteurs<sup>96</sup>. Elle doit toutefois être complétée par d'autres indicateurs – en particulier les indicateurs d'alignement sur une trajectoire 2°C et les indicateurs de

<sup>91</sup> Parmi les 43 SGP qui gèrent des OPC de plus de 500 M€ et indiquent intégrer les critères ESG.

<sup>92</sup> Entendu au sens le plus large du terme, i.e. toute mesure des émissions de GES d'un émetteur publiée par une SGP (indépendamment du périmètre retenu - *scope* 1/2/3 - et du dénominateur choisi - valorisation boursière, chiffre d'affaires, euro investi, etc. -).

<sup>93</sup> Voir la partie 1.1.2. du présent rapport pour plus de détails.

<sup>94</sup> Idem.

<sup>95</sup> Dans le secteur automobile, le *scope* 3 peut représenter jusqu'à 80% des émissions de GES d'une société.

<sup>96</sup> Le guide « Investor guide to carbon footprinting » publié le 23/11/2015 par Kepler Cheuvreux transition research avec le soutien de l'IIGCC, 2° Investing initiative et Deloitte développe avec plus de précisions les atouts et limites de l'empreinte carbone.

« parts vertes » et « parts grises »<sup>97</sup> – pour permettre aux SGP d'intégrer pleinement les enjeux liés au changement climatique dans leur gestion. Ces indicateurs doivent être utilisés dans la durée afin de suivre leur évolution.

#### 2.2.4. Grâce à l'article 173 de la LTECV, développement d'outils innovants pour analyser des enjeux associés au changement climatique

**Conformément à l'esprit de l'article 173 de la LTECV, certaines SGP servent de précurseur dans un domaine aux métriques encore à développer et aux méthodologies à affiner.** Une vingtaine de SGP se distingue ainsi par les efforts déployés pour concevoir des outils innovants, en partenariat avec des prestataires externes :

- un outil de mesure du degré d'alignement du modèle d'affaires d'un émetteur avec la transition énergétique et écologique et les objectifs de lutte contre le réchauffement climatique, exprimé en % des revenus (de -100% pour une activité fortement destructrice de capital naturel à +100% pour les activités à impact positif maximal) ;
- une méthodologie permettant d'évaluer l'impact carbone des portefeuilles sur trois dimensions : la mesure des émissions de GES dans une optique « cycle de vie », le calcul des émissions évitées et l'évaluation de la stratégie menée par les émetteurs et leurs investissements ;
- un modèle d'analyse des risques physiques liés au changement climatique sur les portefeuilles financiers en cours de développement ;
- une matrice permettant de mesurer la contribution de l'effet d'allocation sectorielle du portefeuille et de l'effet de sélection des entreprises dans la réduction de l'intensité carbone du portefeuille par rapport à son indice.

Cette sélection n'est pas exhaustive, de nombreuses SGP ont indiqué dans leurs rapports publiés en application de l'article 173 de la LTECV qu'elles développaient actuellement de nouveaux indicateurs utilisables dans les prochains mois.

#### 2.2.5. Les rapports révèlent des divergences d'interprétation de l'article D. 533-16-1 du code monétaire et financier sur la prise en compte simultanée ou non des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.

L'article D. 533-16-1 du COMOFI distingue « la démarche générale de l'entité ou de la société de gestion sur la prise en compte de critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance dans la politique d'investissement et, le cas échéant, de gestion des risques » de la publication de la liste des OPC référencés prenant « simultanément en compte des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance ». Cette distinction a conduit 77 SGP à indiquer être sensibles à la dimension extra-financière de l'investissement sans pour autant considérer que les critères ESG sont pris en compte dans leur politique d'investissement (car les critères ESG ne sont pas pris en compte de manière simultanée et systématique dans leur politique d'investissement et ne ressort pas dans les mentions réglementaires). D'autres SGP, au contraire, indiquent être sensibles aux aspects ESG alors que leurs processus de gestion n'intègrent pas les critères ESG de manière simultanée et systématique.

Cette divergence d'interprétation ne facilite pas la compréhension de la démarche de prise en compte des critères ESG par les SGP auprès des investisseurs. En effet, l'article 173 de la LTECV invite l'ensemble des SGP à décrire de manière sincère leur démarche générale sur la prise en compte de critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance dans la politique d'investissement et, le cas échéant, de gestion des risques (1° du II de l'article D. 533-16-1 du COMOFI). Ce point ne vise pas ici la prise en compte simultanée de ces trois critères. La SGP peut ainsi, par exemple, indiquer qu'elle est attentive uniquement au volet

<sup>97</sup> Pour plus de détails, consulter par exemple le point climat n°46 d'I4CE (Institute for Climate Economics) « Quelles analyses des enjeux climatiques les acteurs financiers peuvent-ils réaliser dès aujourd'hui ? », Morgane Nicol, Ian Cochran, Avril 2017.

environnemental de l'ensemble de ses investissements en suivant différents indicateurs. La SGP précise si cette démarche est systématique ou mise en place au cas par cas, sur certains secteurs ou certains émetteurs. Cette démarche peut avoir été mise en place sans pour autant que la SGP ne gère d'OPC « qui prennent simultanément<sup>98</sup> en compte des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance »<sup>99</sup> - les OPC ISR sont principalement visés ici. Le cas échéant, la SGP publie sur son site internet la liste de ces OPC et la part en pourcentage des encours de ces organismes dans le montant total des encours qu'elle gère.

**Bonne pratique :**

**Le premier tiret du 1° du II de l'article D. 533-16-1 du COMOFI (« Informations relatives à l'entité ») permet un descriptif large des démarches mises en place par la SGP sur la prise en compte de critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance dans la politique d'investissement et, le cas échéant, de gestion des risques.**

**En revanche, la liste des OPC mentionnés au troisième tiret du même paragraphe vise les fonds qui prennent simultanément en compte des critères sociaux, environnementaux et qualité de gouvernance et leur part en pourcentage dans les encours totaux gérés.**

**Il est donc utile que les SGP fassent apparaître cette distinction sans ambiguïté dans leur rapport :**

<b>Prise en compte des critères ESG dans la politique d'investissement et le cas échéant, de gestion des risques</b>	<b>Publication de la liste des OPC prenant en compte simultanément les critères ESG</b>
La SGP ne prend pas en compte les critères ESG	La SGP mentionne qu'elle ne gère pas d'OPC prenant simultanément en compte les critères ESG
La SGP prend en compte les critères ESG mais de manière non-simultanée	La SGP mentionne qu'elle ne gère pas d'OPC prenant simultanément en compte les critères ESG
La SGP gère au moins un OPC pour lequel les critères ESG sont pris en compte de manière simultanée	La SGP publie la liste des OPC prenant simultanément en compte les critères ESG et leur part en % des encours totaux gérés

**2.2.6. Les motifs avancés par les SGP pour justifier la non-prise en compte des critères ESG dans leur gestion**

Parmi les SGP déclarant ne pas intégrer les critères ESG dans leur politique d'investissement et, le cas échéant, de gestion des risques, une vingtaine de SGP a justifié ce choix.

- treize SGP ont indiqué qu'elles étaient spécialisées sur des processus de gestion spécifiques – systématique et quantitatif, fonds de fonds, réplication d'indices – pour lesquels les critères ESG ne sont pas pris en compte ;

<sup>98</sup> La prise en compte des critères ESG est considérée comme simultanée dès lors qu'il est tenu compte d'au moins un indicateur dans chaque catégorie E, S et G.

<sup>99</sup> Article D. 533-16-1 du COMOFI.

- six SGP estiment que la prise en compte des critères ESG peut perturber la gestion et souhaitent ainsi conserver leur « indépendance », tandis qu'une SGP avance que les critères ESG ne sont pas indispensables à la gestion ;
- quatre SGP soulignent que le manque de moyens humains, techniques ou financiers les empêche de s'engager dans cette démarche. ;
- deux SGP soulignent que les données extra-financières ne sont aujourd'hui pas suffisamment fiables pour les intégrer pleinement dans la gestion ;
- une SGP spécialisée dans le capital-investissement avance que la taille et la maturité des PME dans lesquelles elle est investie ne permet pas de suivre les critères ESG.

Ce premier bilan de l'article 173 de le LTECV auprès des SGP laisse entrevoir des conclusions nuancées. Ces nouvelles obligations législatives ont conduit à mettre en avant les démarches prometteuses engagées par les SGP jusqu'à ce jour ; certains outils et méthodologies sont déjà déployés tandis que d'autres sont en cours de développement. Elles ont également offert davantage de transparence à l'investisseur quant aux pratiques diverses des SGP en matière de prise en compte des critères ESG. Enfin, elles ont amené certaines SGP à justifier leurs choix de ne pas prendre en compte ces critères dans leur gestion. Toutefois, une proportion significative de SGP ne s'est aujourd'hui pas mise en conformité avec l'article D. 533-16-1 du Code Monétaire et Financier. L'AMF rappelle que cet article est intégré aux règles de bonne conduite des prestataires de services d'investissement. Ce premier bilan n'a pas permis de comparer de manière quantitative les efforts des sociétés de gestion en matière d'intégration de critères ESG mais l'AMF mènera une analyse lorsque les rapports publiés en application de l'article 173 seront davantage standardisés.

## CONCLUSION

Dans le cadre de ses missions de protection de l'épargne investie dans les produits financiers et de veille relative à l'information transmise aux investisseurs, l'AMF concentre son action sur la clarté de l'offre de produits ISR aux investisseurs non professionnels.

Ce rapport a dressé un état des lieux du marché français de l'investissement responsable en gestion collective, marquée par un fort dynamisme et un effort de transparence important consenti par les SGP dans l'information délivrée aux investisseurs. Les stratégies mises en place par les OPC ISR ainsi que l'information délivrée ne font néanmoins pas toujours apparaître clairement les différences avec la gestion conventionnelle. Le rapport suggère ainsi des bonnes pratiques en termes de transparence pour que ces fonds démontrent de manière plus forte que leurs investissements favorisent une économie responsable en influençant la gouvernance et le comportement des acteurs.

Les sociétés de gestion françaises ont développé une expertise reconnue sur l'ISR. L'AMF soutient les efforts des pouvoirs publics et de la place visant à accompagner son développement et souhaite veiller à une commercialisation adéquate des produits financiers qui s'en réclament.

Le présent rapport montre par ailleurs que le bilan de l'article 173 auprès des SGP est nuancé aux termes de sa première année d'application. Ces nouvelles obligations législatives ont offert davantage de transparence à l'investisseur et ont contribué au développement de nouveaux outils.

## Annexe 1 : Position, recommandations et bonnes pratiques issues de ce rapport

### Position :

L'AMF reprend la position n°2 du premier rapport sur l'ISR indiquant que les sociétés de gestion doivent assurer la cohérence entre les différentes sources d'information disponibles et en particulier entre la documentation commerciale et légale et le Code de Transparence. Elles doivent également veiller à assurer l'accessibilité et la mise à jour des Codes de Transparence.

### Recommandations :

#### - Sur l'utilisation du label et la transparence sur démarche ISR de la société de gestion

A la lumière de ces constats sur la labellisation, l'AMF réitère la recommandation n°4 de son premier rapport sur l'ISR en invitant tout fonds commercialisé en France souhaitant mettre en avant un caractère ISR à publier un document explicitant sa démarche sur le modèle du Code de Transparence européen ou à adhérer à une charte, un code ou un label sur la prise en compte de critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.

De surcroît, l'AMF recommande que les fonds commercialisés auprès d'investisseurs non professionnels en mettant en avant un caractère ISR obtiennent le label ISR. En effet, dès lors qu'un label public ISR a été mis en place, l'utilisation de la même terminologie à des fins commerciales sans avoir obtenu le label peut induire l'investisseur en erreur.

#### - Sur l'article 173 de la LTECV

Pour faciliter l'accès à ces informations, l'AMF recommande de publier les informations relatives à l'entité (1° du II du D. 533-16-1 du COMOFI) en un seul document, aisément accessible sur le site internet de la SGP (par exemple, au travers de renvois depuis les pages traitant des sujets de développement durable) et rédigé en français si la SGP s'adresse à des investisseurs non professionnels en France.

### Bonnes pratiques :

#### - Sur l'information et la transparence des fonds :

L'AMF a observé que plusieurs sociétés de gestion mettent à disposition des souscripteurs le Code de Transparence sur la page de leur site internet dédiée à l'OPC.

Plusieurs SGP qui gèrent des fonds basés sur des indices liés au climat indiquent dans leur prospectus que :

- L'indice sur lequel est basé le fonds (ou le portefeuille du fonds) peut intégrer des valeurs fortement émettrices de GES ;
- L'analyse du score « climat » est en partie fondée sur des données déclaratives ou des estimations ;
- En l'état actuel des données disponibles, toutes les données en matières d'émission de GES ne sont pas disponibles (notamment celles liées au scope 3).

Un nombre croissant de sociétés de gestion tente d'explicitier l'impact de la méthodologie ESG sur la sélection des titres en portefeuille dans la documentation commerciale à disposition de l'investisseur. En particulier, les sociétés de gestion peuvent mettre à disposition de l'investisseur sur une page dédiée du site internet de la SGP l'inventaire des titres en portefeuilles des OPC ISR sur une base semestrielle, en respectant les règles en vigueur en matière de market timing et de late trading (position AMF DOC-2004-07).

#### - Sur les obligations vertes :

L'AMF observe que certaines sociétés de gestion de portefeuille (SGP) souscrivant à ces obligations spécifiques dans leurs fonds veillent :

- o A la cohérence entre les critères retenus par un émetteur pour sélectionner les projets qu'il souhaite financer par le biais d'une « green bond », « social bond » ou « sustainability bond » et la politique d'investissement du fonds. En particulier, les projets financés par ces titres sont en



général en ligne avec les éventuels objectif extra-financier du fonds, tel que défini dans le prospectus ;

- A la définition des modalités de contrôle et de suivi a posteriori de la bonne allocation des fonds par un émetteur au moment de la souscription du titre en suivant, par exemple, les standards prévus dans les Green Bond Principles, Social Bond Principles et Sustainability Bond Principles de l'International Capital Market Association.

- Sur le rôle des SGP en tant qu'investisseur

La publication par la SGP sur son site internet des votes relatifs aux résolutions présentées en assemblée générale des entreprises dont elle détient des titres en portefeuille (notamment lorsque la ligne constitue plus de 1% du portefeuille du fonds) constitue une bonne pratique observée par l'AMF.

De la même manière que pour l'exercice des droits de vote, certaines sociétés de gestion publient sur le site internet des SGP un rapport sur le dialogue mené avec les entreprises détenues en portefeuille, relatant les actions menées sur différentes thématiques auprès des émetteurs et leurs conséquences.

- Sur l'article 173 de la LTECV:

Certaines SGP font explicitement référence aux points mentionnés dans l'article D. 533-16-1 du COMOFI (à travers, par exemple, un tableau de correspondance) afin de faciliter la lecture et la comparabilité des informations publiées par les SGP dans leur rapport.

Bonne pratique :

Le premier tiret du 1° du II de l'article D. 533-16-1 du COMOFI (« Informations relatives à l'entité ») permet un descriptif large des démarches mises en place par la SGP sur la prise en compte de critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance dans la politique d'investissement et, le cas échéant, de gestion des risques.

En revanche, la liste des OPC mentionnés au troisième tiret du même paragraphe vise les fonds qui prennent simultanément en compte des critères sociaux, environnementaux et qualité de gouvernance et leur part en pourcentage dans les encours totaux gérés.

Il est donc utile que les SGP fassent apparaître cette distinction sans ambiguïté dans leur rapport :

<b>Prise en compte des critères ESG dans la politique d'investissement et le cas échéant, de gestion des risques</b>	<b>Publication de la liste des OPC prenant en compte simultanément les critères ESG</b>
La SGP ne prend pas en compte les critères ESG	La SGP mentionne qu'elle ne gère pas d'OPC prenant simultanément en compte les critères ESG
La SGP prend en compte les critères ESG mais de manière non-simultanée	La SGP mentionne qu'elle ne gère pas d'OPC prenant simultanément en compte les critères ESG
La SGP gère au moins un OPC pour lequel les critères ESG sont pris en compte de manière simultanée	La SGP publie la liste des OPC prenant simultanément en compte les critères ESG et leur part en % des encours totaux gérés

## Annexe 2 : Liste des acteurs rencontrés

### **Amundi**

Thierry Bogaty, directeur Amundi Expertise ISR

### **Association Française de la Gestion Financière**

Marie-Pierre Peillon, présidente du Comité Investissement Responsable

Audrey Hyvernât, responsable Capital Investissement et ISR

Laure Delahousse, adjointe au délégué général de l'AFG

### **Association Française des Investisseurs Institutionnels**

Jean Eyraud, président

### **BNP AM**

Gaëtan Obert, global head of sustainability

Felipe Gordillo, senior ESG analyst

### **Cedrus AM**

Benoît Magnier, président

Edmond Schaff, responsable de la sélection de fonds

### **Comgest**

Sébastien Thevoux-Chabuel, analyste/gérant ESG chez COMGEST

Eric Voravong, analyste ESG

### **Etablissement pour la retraite additionnelle de la fonction publique**

Phillippe Desfossés, président

Catherine Vialonga, directrice des investissements et de l'ALM

Alice Biais, directrice de la communication

### **Forum pour l'Investissement Responsable**

Grégoire Cousté, secrétaire général

### **Finansol**

Sophie Des Mazery, directrice

Elodie Landat, chargée de mission label

### **KPMG**

Maxence Rousson, global sustainability services

Martin Rogez, climate change & sustainability services

### **La Financière de l'échiquier**

Sonia Fasolo, gérante ISR

Elsa Scoury, RCCI

### **I4CE (Institute For Climate Economics)**

Morgan Nicol, chef de projet finance, investissement et climat

### **Mandarine Gestion**

Patrick Savadoux, senior portfolio manager et responsable de l'analyse ESG

### **Ministère de l'Economie et des Finances**

Thomas Boisson, Chef du Pôle « Economie sociale et solidaire (ESS) et Investissement à impact » (PESSII)

Clément Dulude

Simon Verna

### **Mirova**

Philippe Zaouti, directeur général

Ladislav Smia, coordinateur de la recherche ESG

Laurène Chenevat, responsable du plaidoyer / affaires publiques

### **Novethic**

Anne Catherine Husson-Traoré, directrice générale

Dominique Blanc, directeur de la recherche

**Sycomore AM**

Jean-Guillaume Peladan, Fund manager, head of environmental strategy

Bertille Knuckey, responsable de la recherche ESG

Jean-Baptiste Blanc, RCCI

**The Shift Project**

Michel Lepetit, vice-président et trésorier

Romain Grandjean, chargé de projet

**WWF**

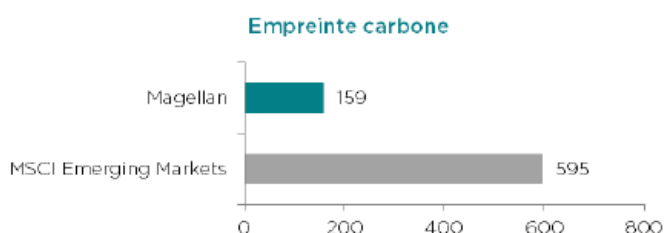
Jochen Krimphoff, directeur adjoint, finance verte

Krystel Corsagni, chargée de mission finance verte

## Annexe 3 : Extraits de rapports publiés en application de l'article 173 de la LTECV

### Extraits relatifs à l'empreinte carbone :

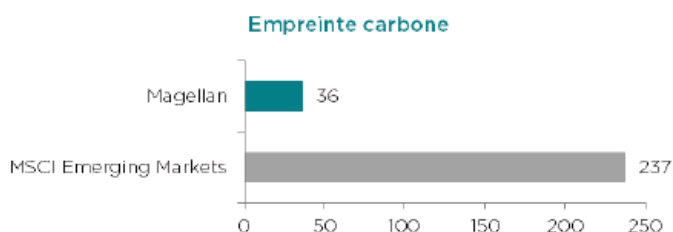
Au 31 décembre 2016, les empreintes carbone du fonds Magellan et de son indice de référence étaient les suivantes :



Source: Trucost, tCO2e par million d'euros investis, au 31/12/2016

Avec toutes les précautions qui s'imposent dans ce genre de calcul (en l'état actuel il nous est impossible de quantifier une marge d'erreur), selon Trucost, le fonds Magellan présente une empreinte carbone inférieure de 73% à celle de son indice de référence. Il convient de préciser que ceci n'est pas un objectif fixé a priori, mais bien un résultat du processus d'investissement de Comgest. En effet, le portefeuille ne détient aucune société impliquée dans des activités fortement émettrices. Ainsi, il n'y a aucune société productrice d'énergie fossile ou issue du secteur construction et matériaux. Il n'y a pas non plus de sociétés minières (charbon et autres), ni d'entreprises chimiques. En termes de sélection de titres, l'effet est également positif car in fine les sociétés du portefeuille sont moins émettrices que les autres sociétés au sein de leurs secteurs respectifs.

Comgest réalise également chaque année une empreinte carbone du fonds Magellan sur la base de la méthodologie et les données de Bloomberg. Voici le résultat :



Source: Bloomberg, tCO2e par million d'euros investis, au 31/12/2016

Ici encore, il ne nous est pas possible de quantifier une marge d'erreur. Selon Bloomberg, le fonds Magellan présente une empreinte carbone inférieure de 85% à celle du MSCI Emerging Markets. Ce résultat diffère sensiblement du résultat obtenu avec la méthodologie de Trucost. Cela conforte néanmoins les analystes de Comgest sur le fait que l'empreinte carbone du fonds Magellan est largement inférieure à celle de son indice de référence.

### Résultats des tests de calcul indicateurs climat sur le fonds Covéa Horizon Durable

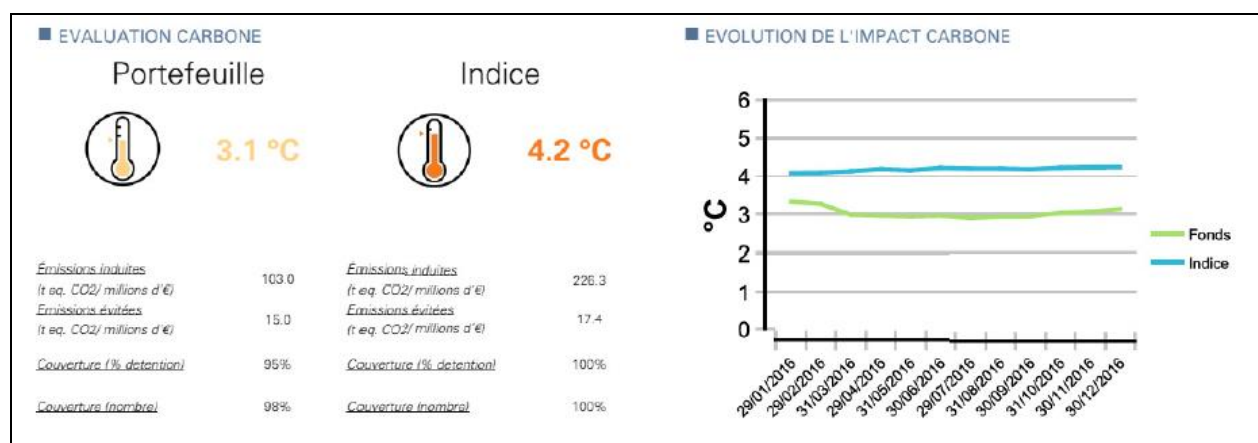
INDICATEURS CLIMAT	PRESTATAIRE 1	PRESTATAIRE 2	PRESTATAIRE 3	PRESTATAIRE 4	PRESTATAIRE 5
Total émissions scope 1 et 2 (tCO <sub>2</sub> eq)	Disponible	5 424	5 675	5 641	Disponible
Total émissions scope 1, 2 et 3	Disponible	non	14 569	non	Disponible
Total des émissions financées (tCO <sub>2</sub> eq/M€ investis soit par capitalisation boursière soit par VE <sup>1,2</sup> )	100 par VE	221 par Capitalisation boursière	261,9 par Capitalisation boursière	314 Capitalisation boursière et 169 VE	323 par Capitalisation boursière
- Dont total des émissions financées scope 1 et 2 (idem)	62 par VE	221 par Capitalisation boursière	261,9 par Capitalisation boursière	314 Capitalisation boursière et 169 VE	323 Capitalisation boursière
- Dont total des émissions financées scope 3 (idem)	38 par VE	non	non	non	non
<b>Intensité carbone CA pondérée du portefeuille (tCO<sub>2</sub>eq/M€ CA)</b>	<b>non</b>	<b>206,5</b>	<b>240,16</b>	<b>270</b>	<b>400</b>
Facteur d'émission du portefeuille (gCO <sub>2</sub> eq/kWh)	oui	non	non	Disponible	Disponible
Émissions évitées scope 1 et 2 (tCO <sub>2</sub> eq/M€ investis)	-8 par VE	non	non	oui	non
Émissions évitées scope 3 (tCO <sub>2</sub> eq/M€ investis)	-3 par VE	non	non	non	non
Réserves d'énergies fossiles	Exposition portefeuille	0 %	non	non	1 %
Émissions potentielles des réserves d'énergies fossiles	non	0 %	non	non	Disponible
Carbon risk management/ Alignement transition énergétique	Note pour le portefeuille: 3,8 degrés	Note par entreprises	non	oui	oui
Part verte du portefeuille	Exposition portefeuille	Note par entreprises	non	non	24 %

tCO<sub>2</sub>eq = tonne d'équivalent CO<sub>2</sub>  
gCO<sub>2</sub>eq = gramme d'équivalent CO<sub>2</sub>  
Sources panel de prestataires Interrogés

VE = Valeur d'entreprise

[...] La capitalisation boursière permet d'effectuer des comparaisons entre entreprises de divers secteurs et entre divers portefeuilles. Rappporter les émissions au chiffre d'affaires permet de mieux comprendre l'intensité carbone d'une entreprise car elle est indépendante des fluctuations boursières. Ces deux approches ont toutefois de nombreuses limites, du fait par exemple qu'elles ne prennent pas en compte le scope 3 parfois à l'origine de plus de 80% des émissions de certains secteurs comme l'automobile mais aussi parce que les variations des cours de bourses ou des taux de change, voire des modèles d'affaires peuvent entraîner des changements dans les calculs d'empreinte qui n'ont rien à voir avec de réels changements stratégiques ou améliorations de l'efficacité. Enfin l'empreinte carbone mesure à un instant donné les effets d'investissements réalisés dans le passé, parfois des dizaines d'années auparavant et ne renseigne pas sur la trajectoire future des émissions qui est l'élément le plus important pour un investisseur.

Extrait relatif à l'inscription du portefeuille dans un scénario climatique :



Extraits faisant référence à l'article 224 de la loi dite Grenelle II :

### 1. Avant-propos

A l'appui du Décret n°2012-132 du 30 janvier 2012, pris en application de l'article 224 de la loi n°2010-788 du 12 juillet 2010 et repris à l'article L.533-22-1 du Code Monétaire et Financier, [la société] met à disposition des porteurs et actionnaires de ses OPC, une information sur les modalités de prise en compte des critères ESG dans sa politique d'investissement.

### Our ESG Policies - ESG criteria integration in investment and divestment policy (Art.224)

#### 1. Compliance of the fund with a code of conduct or label

Aloe adheres to the 10 principles of the UN Global Compact initiative. Aloe EF also abides to the Environmental and Social Responsibility Guide and the Corporate Governance Manual of Aloe.

#### 2. Description of main ESG criteria taken into account in the investment decisions

[...]

Extraits illustrant la divergence d'interprétations de l'article D. 533-16-1 du code monétaire et financier :

« Nous portons une grande importance dans le choix de nos investissements à la gouvernance de l'entreprise, à son respect de l'environnement et à sa responsabilité sociale. Néanmoins, cette pratique ne saurait être assimilée à la prise en compte des critères ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance). »

**CRITERES ESG :**

Notre politique d'investissement n'intègre pas de façon systématique et simultanée les critères liés à l'Environnement, au Social et à la qualité de Gouvernance (ESG). Néanmoins, en complément des critères financiers traditionnels, [la société] tient compte, dans ses choix d'investissement, de l'attention accordée par les dirigeants des entreprises qu'elle accompagne, au respect des réglementations en vigueur, notamment en matière sociale et environnementale.

**Pour sa politique d'investissement, [la société] ne prend pas formellement en compte les critères relatifs au respect d'objectifs environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance (critères ESG), dans la mesure où il n'est pas utilisé d'indicateurs de performance propres à ces critères.**

**Les politiques d'investissement, comme les processus de gestion, des mandats de gestion et OPC gérés par [la société] ne prennent pas simultanément en compte les critères ESG.**

Toutefois, [la société] a un processus de gestion tourné vers l'optimisation de la création de valeur pour ses clients, tout en veillant au respect de principes de développement durable inscrits dans son identité même.

[la société] se fonde sur une organisation collégiale permettant à chacun d'apporter ses compétences et de nourrir les réflexions stratégiques de moyen-long terme lors de Comités d'Allocation hebdomadaires.

Les Comités de Gestion mensuels peuvent également être amenés à prendre en compte des informations extra-financières sur certains émetteurs cibles. De plus, les indicateurs de suivi des risques de marché développés par l'équipe de gestion, sous le contrôle de son Risk Management, et les travaux de recherche et développement sont des sources d'information qui irriguent la gestion appliquée par [la société] et ce quelles que soient les classes d'actifs ou les véhicules d'investissement (OPC, mandats).

[La société] assume ainsi pleinement son rôle d'investisseur responsable, au travers de la ligne de conduite et des initiatives précitées. [La société] est ainsi amenée à investir dans des sociétés respectant un certain nombre de critères ESG. A titre d'exemples, l'équipe de gestion porte une attention particulière aux éléments suivants : impact environnemental des sociétés, risques juridiques dans le domaine environnemental, image sociétale des émetteurs, transparence de la communication financière, séparation des fonctions, qualité et compétence du management, exclusion de certains secteurs d'activité dans l'orientation de gestion de certains fonds [...].

Par ailleurs, [la société] peut avoir recours à certaines données brutes ESG fournies de manière croissante par Bloomberg et/ou d'autres fournisseurs de données.

**Critères environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance (ESG)**

La prise en compte des critères ESG fait partie de l'analyse fondamentale qu'Altimeo AM développe dans son processus d'investissement. Néanmoins, les critères ESG restent secondaires dans le choix des valeurs ou la pondération des titres au sein des portefeuilles. Altimeo AM n'adhère à ce jour à aucune association spécialisée dans le développement durable et ne fait pas appel à des prestataires externes sur la notation extrafinancière des entreprises. Altimeo AM ne gère aucun fonds ISR (Investissement Socialement Responsable).

**Position de la société de gestion à l'égard des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.**

La gamme de fonds de MSF ne comporte pas de fonds labellisés ISR.

Toutefois, le processus d'investissement sur lequel se base la gestion des fonds fait une large place à l'étude et à la volonté de respect de ces critères.

En effet, le style de gestion repose sur une sélection rigoureuse des sociétés entrant en portefeuille basée sur une analyse financière approfondie.

Les critères fondamentaux comme la structure financière, le degré de transparence des dirigeants et la gouvernance, la politique sociale et des ressources humaines ainsi que l'attitude face aux contraintes environnementales font partie intégrante des différents éléments étudiés.

Bien que ces critères ne soient pas légalement obligatoires, la violation de ces principes pourrait être un facteur interdisant l'investissement ou susceptible d'entraîner un désinvestissement de la société.

Toute évolution de la législation concernant l'adoption et l'application de ces critères ESG fait l'objet d'une surveillance régulière par les Responsables de la conformité de la société de gestion.

**Extraits présentant les motifs de non-prise en compte des critères ESG dans la politique d'investissement ou, le cas échéant, de gestion des risques :**

**Procédure**

**■■■■■ met en oeuvre un processus de gestion de nature quantitative et systématique. Les critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance ne sont pas pris en compte dans les processus d'investissement et de désinvestissement mis en oeuvre par la société de gestion.**

A ce stade, ■■■■■ n'a pas développé d'outil informatique ou de compétences suffisantes lui permettant de mettre en oeuvre de stratégies ESG. La gamme des fonds n'en inclut donc pas. Des travaux de réflexion sont en cours.

**Information sur les critères environnementaux, sociaux  
et de qualité de gouvernance.**

Conformément à l'article L.533-22-1 du Code Monétaire et Financier

La ■■■■■ a toujours souhaité s'attacher exclusivement à l'intérêt de ses clients et à cet effet conserver une totale indépendance et liberté dans le choix des instruments financiers dans lesquels elle investit.

Aussi, la ■■■■■ a décidé, dans sa politique d'investissement, de ne pas prendre en compte à priori des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.

Sans se fixer de critères restrictifs, elle se réserve toutefois la possibilité de ne pas investir dans une société qui ne respecterait pas certains de ces principes.



## Annexe 5: Glossaire des approches responsables (selon Novethic) :

**Exclusion normative** : approche consistant en l'exclusion de certains actifs pour cause de non-respect de certains principes éthiques ou moraux, et aussi de normes internationales (Pacte mondial des Nations Unies, les principes directeurs de l'OCDE pour les entreprises multinationales, la déclaration de principes tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale du BIT, etc.).<sup>100</sup>

**Intégration ESG** : prise en compte, dans la gestion classique (appelée aussi mainstream), de critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG) clés ou mise à disposition de l'analyse ESG à l'ensemble des équipes de gestion, ou encore développement de travaux conjoints entre analystes financiers et extra-financiers.

**Sélection ESG** : consiste à sélectionner ou à pondérer les émetteurs au sein d'un portefeuille en fonction de leur notation extra-financière. La sélection ESG peut revêtir plusieurs formes :

- **Best-in-class** : Au sein d'un même secteur d'activité, on privilégie les entreprises les mieux notées d'un point de vue extra-financier au sein de leur secteur d'activité pour construire le portefeuille en évitant les biais sectoriels.
- **Best-in-universe** : On privilégie les émetteurs les mieux notés d'un point de vue extra-financier indépendamment de leur secteur d'activité, ce qui peut donc conduire à des biais sectoriels importants.
- **Best-effort** : un type de sélection ESG consistant à privilégier les émetteurs démontrant une amélioration de leurs pratiques ESG dans le temps.

**Engagement actionnarial** : désigne le fait, pour un investisseur, de prendre position sur des enjeux ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) et d'exiger des entreprises visées qu'elles améliorent leurs pratiques dans la durée. Ces exigences sont formulées via une démarche structurée comprenant un dialogue direct avec l'entreprise et un suivi sur le long terme.

**Thématique E, S ou G** : consiste à choisir des entreprises actives sur des thématiques ou secteurs liés au développement durable tels que les énergies renouvelables, l'eau, la santé, ou plus généralement le changement climatique, l'écoefficiente, le vieillissement de la population. Les entreprises sont éligibles si la part de leur chiffre d'affaires tirée dudit secteur d'activité est au-dessus d'un certain seuil, ou si elles sont en position dominante.

Ces approches ne sont pas mutuellement exclusives.

---

<sup>100</sup> Eurosif, forum européen pour l'investissement responsable, considère que l'évaluation d'un émetteur à l'aune des normes internationales est une forme de sélection à part entière et pas uniquement un filtre d'exclusion, même s'il peut en prendre la forme.