

DECEMBRE 2020

**LES APPROCHES EXTRA-
FINANCIERES DANS LA GESTION
COLLECTIVE**

TROISIEME RAPPORT



amf-france.org

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS



TABLE DES MATIERES

Table des matières	2
1. Introduction	3
2. Etat des lieux du marché	5
2.1. Principes des approches extra-financières	5
2.2. Chiffres-clés.....	6
2.3. Principales stratégies observées	8
2.4. Panorama des labels	11
2.5. Organisation des SGP	25
3. Cas particuliers de mise en œuvre d’approches extra-financières.....	29
3.1. Fonds de capital investissement	29
3.2. Fonds immobiliers	38
3.3. Fonds monétaires.....	44
3.4. Recours aux dérivés et expositions synthétiques des OPC intégrant des caractéristiques extra-financières	59
4. La référence par les OPC aux émissions de gaz à effet de serre.....	65
4.1. Introduction	65
4.2. Utilisation des données d’émissions de GES par les SGP	69
4.3. Production de la donnée carbone par les émetteurs	81
4.4. Constitution des bases de données carbone par les prestataires ESG	88
4.5. Conclusion sur la qualité de l’information des émissions de GES et le dispositif de contrôle des SGP	92
5. Mise en œuvre des obligations d’information ESG (dispositif « Article 173-VI LTECV »).....	99
5.1. Rappel des exigences de publication et aspects prospectifs	100
5.2. Mise en œuvre au niveau des sociétés de gestion de portefeuille	103
5.3. Mise en œuvre au niveau des fonds	108
5.4. Cohérence globale de l’information.....	115
5.5. Conclusion	115

1. INTRODUCTION

A la suite des rapports de 2015 et de 2017, l'AMF publie son troisième rapport sur les approches extra-financières dans la gestion collective. Ce rapport est publié alors que se multiplient les initiatives, tant privées que publiques : d'une part, le déploiement de dispositifs de gestion extra-financière et de gammes de fonds intégrant des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance s'accélère, avec des annonces en ce sens formulées par plusieurs sociétés de gestion de portefeuille (« SGP ») ; d'autre part, les exigences réglementaires sur le sujet se précisent au niveau européen.

Ce rapport vient compléter la position-recommandation n°2020-03 dont la première version a été publiée le 11 mars 2020 sur les informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, notamment par des approches particulières mises en œuvre par les gérants. Après un descriptif des chiffres clés du marché et des différentes stratégies développées par les gérants d'actifs, ce rapport présente des **approches particulières** relatives à certaines classes d'actifs (capital investissement, immobilier, fonds monétaires) ou stratégies (fonds en réplication synthétiques), pour lesquelles sont aussi identifiés un certain nombre de points d'attention spécifiques. En outre, en lien avec la mission de l'AMF de veiller à la qualité de l'information sur la gestion des effets du changement climatique¹, l'Autorité a cherché à évaluer le cadre d'utilisation par les SGP des informations relatives aux **émissions de gaz à effet de serre**, et précise sur cette base ses attentes en termes de contrôle de la donnée et d'information par les gérants. Enfin, alors que les acteurs français et européens vont devoir se préparer à la future mise en œuvre du [règlement européen 2019/2088](#) (Règlement « *disclosure* »), un bilan de la conformité du marché français aux obligations de publication sur la prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (**dispositif « Article 173 »**)² est présenté, afin de constater les progrès réalisés et les zones d'amélioration. Ce bilan prolonge les constats faits dans un rapport conjoint des autorités publié à l'été 2019³. Il vise à garantir une continuité efficace avec le futur dispositif, dont les détails ne sont pas encore entièrement connus.

L'AMF s'est attachée pour chaque thème étudié à identifier les pratiques et risques liés. Elle propose plusieurs **évolutions de la position-recommandation n°2020-03** et identifie un certain nombre de bonnes et mauvaises pratiques, afin de mieux accompagner les acteurs qui cherchent à développer et mettre en avant auprès de leurs clients des approches extra-financières. A cet égard et afin d'assurer une équité de traitement entre fonds commercialisés en France, lorsque des OPCVM étrangers commercialisés en France ne respecteront pas pour certaines des positions figurant dans ce document, ceux-ci devront prévoir un avertissement dans leurs documents commerciaux.

L'approche de l'AMF a été guidée par les principes suivants :

- Le développement de produits responsables ou thématiques, prenant en compte dans leur gestion des risques ou dans leur stratégie d'investissement des dimensions environnementales, sociales ou de gouvernance (ESG), est encouragé par les initiatives réglementaires européennes et par une demande croissante de la part des investisseurs, notamment institutionnels ;
- L'AMF souhaite **encourager et accompagner** cette dynamique, qui contribue à la mobilisation du secteur financier en faveur d'un développement durable, tout en veillant à **assurer les conditions de la confiance** et l'émergence de bonnes pratiques ;
- Face aux nombreuses stratégies développées d'ambition plus ou moins élevée et à la variété d'approches répondant à des attentes et besoins variés de la part des investisseurs, l'AMF veille particulièrement aux

¹ Cf. [Article L. 621-1](#) du Code monétaire et financier : « [l'AMF] veille à la qualité de l'information fournie par les sociétés de gestion pour la gestion de placements collectifs sur leur stratégie d'investissement et leur gestion des risques liés aux effets du changement climatique » introduit par la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises ([loi PACTE](#), article 77 I 29°).

² Dispositions instituées par l'alinéa VI de l'[article 173](#) de la loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte (LTECV).

³ Cf. [bilan d'application](#) publié en juillet 2019.

risques de green/ESG washing dans la présentation faite aux investisseurs des démarches mises en œuvre et se pose en particulier la question de l'information fournie à l'investisseur pour évaluer la démarche proposée et son caractère clair, exact et non trompeur ;

- Il est important de permettre aux fonds présentant des gages de systématique et de significativité de leur approche extra-financière de communiquer de façon centrale sur la prise en compte de ces critères dans la gestion tel que précisé dans la position-recommandation n°2020-03 et de fournir une **information aux investisseurs qui soit proportionnelle** aux actions menées ;
- Alors que les données et méthodologies nécessaires à la prise en compte des facteurs ESG sont encore en construction et font l'objet de nombreuses réflexions au niveau français et européen, l'AMF note avec intérêt les initiatives des acteurs pour développer des stratégies innovantes, en particulier sur les thématiques climat. Elle rappelle néanmoins les **précautions nécessaires sur l'utilisation des données** (données carbone notamment) au niveau des gérants et dans le cadre de l'information fournie aux clients ;
- Enfin, les travaux menés par l'AMF, notamment dans le cadre du suivi de la mise en œuvre de l'article 173, ont vocation aussi à nourrir les **réflexions en cours au niveau européen**, que ce soit dans le domaine de l'information extra-financière des sociétés (thème abordé dans le rapport 2019 de l'AMF sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale (RSE) des sociétés cotées) ou des nouveaux textes concernant l'industrie de la gestion (règlement « *disclosure* » notamment).

Pour réaliser ce rapport, les services de l'AMF ont exploité un questionnaire transmis à une cinquantaine de SGP, complété par une dizaine d'entretiens. Des rencontres ont aussi été organisées avec un certain nombre d'acteurs-clé : agences de notation extra-financières, prestataires spécialisés dans le calcul des données d'émissions de gaz à effet de serre, entreprises cotées. La disponibilité des intervenants et la qualité des échanges ont contribué à celle de ce rapport.

Remarque importante :

Les positions et recommandations présentées dans ce rapport ont pour vocation d'enrichir la [position-recommandation 2020-03](#). Elles sont citées ici pour exposer pédagogiquement les raisons initiales pour lesquelles elles ont été établies. En outre, les pratiques identifiées tout au long de ce rapport comme 'bonnes' ou 'mauvaises' soulignent des approches constatées lors des investigations des services de l'AMF et susceptibles pour les premières de favoriser et pour les secondes de faire obstacle à l'atteinte de la conformité aux dispositions réglementaires applicables.

Par ailleurs, la majorité des investigations de ce rapport ayant été menées au cours du premier semestre 2019, les évolutions des pratiques et l'avancée des discussions au niveau européen pourront amener l'Autorité à reconsidérer certains sujets dans les mois et années à venir, en faisant évoluer ou en complétant le dispositif.

2. ETAT DES LIEUX DU MARCHÉ

Cette section vise à rappeler dans un premier temps d'où viennent et en quoi consistent les approches extra-financières des placements collectifs, ainsi que le rôle de l'AMF. Elle décrit ensuite les tendances générales du marché « extra-financier » observées en France : encours, principales stratégies employées, labels existants et moyens mis en œuvre par les SGP pour mettre en place leur dispositif.

2.1. PRINCIPES DES APPROCHES EXTRA-FINANCIERES

Des investisseurs de plus en plus nombreux s'interrogent, au-delà des risques et rendements attendus d'un placement financier, d'une part sur la cohérence de ces placements avec leurs convictions propres, et d'autre part sur l'impact de ces investissements sur des aspects non directement liés à la sphère financière : environnement, conditions de travail, réputation.... Au fil du temps, la matérialisation accélérée de certains de ces risques a amené réciproquement les acteurs à prendre en compte l'impact que peuvent avoir ces caractéristiques extra-financières sur la performance financière de leur investissement (destruction des moyens de production par une catastrophe naturelle, *business model* devenu inadapté dans une économie bas-carbone, impact du risque de réputation sur la profitabilité, mais aussi lien entre performance ESG et performance financière, etc.).

L'émergence de ces démarches a conduit les sociétés de gestion de portefeuille, comme tout producteur de placement financier, à proposer des offres adaptées à ces réflexions (impact financier de critères extra-financiers d'une part, conséquence extra-financières liées aux actifs détenus d'autre part), sans qu'elles soient nécessairement très distinguées l'une de l'autre⁴.

La notion d'« extra-financier » est par essence plurielle : d'une part la cohérence de la démarche financière avec les convictions relève d'une approche largement individuelle, et d'autre part les impacts de la sphère financière sur des aspects *a priori* d'intérêt général, sont complexes. Leur perception peut ainsi varier d'un acteur à l'autre. Ainsi, relativement aux aspects environnementaux, si les risques financiers liés au réchauffement climatique (et, de plus en plus, à la perte de biodiversité) sont aujourd'hui reconnus, de nombreuses questions méthodologiques demeurent sur l'évaluation de ces risques et la réponse possible des investisseurs aux défis identifiés. La prise en compte d'aspects sociaux pourra quant à elle relever du contexte culturel considéré, à la fois celui dans lequel évolue l'émetteur (si c'est l'impact des critères sociaux sur la performance financière qui est pris en compte) et celui dans lequel évolue l'investisseur (si ce sont les attentes extra-financières de l'investisseur qui sont prises en compte).

La notion d'« investissement socialement responsable » (« **ISR** ») a émergé sur le marché français et est structurée par un engagement de la Place⁵ à produire depuis 2012 des codes de transparence pour les fonds se réclamant de cette approche, et par un label d'Etat « **ISR** ». Cette démarche est toutefois **loin d'être aboutie**, et se heurte aujourd'hui à une diffusion rapide des pratiques de prise en compte de caractéristiques extra-financières par les gérants français et européens. Non seulement les approches divergent, mais l'appréhension des termes employés et des concepts n'est pas encore totalement uniforme (par exemple le terme « **ISR** » utilisé par le label d'Etat n'est pas réservé aux seuls fonds labellisés **ISR**, et fait l'objet de définitions diverses comme vu partie 2.2.1). A cet égard, les efforts règlementaires européens, notamment le [règlement « disclosure »](#) (détaillé par la [publication du 25 juillet 2019 de l'AMF](#)) qui définit certains termes tels qu'« investissements durables », « risque en matière de durabilité » ou « facteurs de durabilité », devraient permettre des progrès, en renforçant par exemple les informations à fournir pour expliciter les démarches mises en place. La question des terminologies utilisées, et les risques en termes d'information pour les investisseurs, est aussi abordée dans plusieurs contributions récentes de l'industrie.⁶

⁴ Cf. le [rapport de 2015](#) pour un récapitulatif du développement de la finance responsable.

⁵ Déclinée aussi au niveau européen dans le Code de transparence EUROSIF.

⁶ Voir, entre autres, la consultation récente du CFA Institute, *Consultation Paper on The Development of The CFA Institute ESG Disclosure Standards For Investment Products*, août 2020.

Dans le cadre de ses missions, l'AMF doit veiller à la qualité de l'information extra-financière des produits qui mettent en avant ce type de caractéristiques. Pour autant, l'AMF est agnostique sur les approches extra-financières proposées par les acteurs. Afin de garantir la qualité, la clarté et la comparabilité des offres, l'AMF se doit de suivre les évolutions du marché et d'adapter sa doctrine aux stratégies proposées. Elle peut aussi contribuer à organiser et ordonner l'univers de ces fonds en donnant des points de repère. Enfin, elle cherche à accompagner le développement de solutions innovantes et à favoriser le partage des meilleures pratiques. L'approche globale de l'AMF est précisée dans sa [feuille de route sur la finance durable](#), publiée en novembre 2018.

2.2. CHIFFRES-CLES

2.2.1. ENCOURS DU MARCHÉ DES FONDS « EXTRA-FINANCIERS »

L'objectif de cette section est de fournir un bref aperçu quantitatif de l'univers des organismes de placement collectif (« OPC ») présentant des caractéristiques extra-financières. Comme exposé en partie 2.1, les approches adoptées par les fonds sont très diverses et il n'est pas possible à l'heure actuelle d'identifier exhaustivement ou de classer de manière harmonisée l'ensemble de ces approches. En conséquence, l'AMF a choisi de s'appuyer sur les données produites par l'AFG⁷, qui mène depuis 2018 un exercice annuel de recensement des « investissement responsables », et celles de Novethic⁸, qui publie depuis plusieurs années un indicateur des fonds durables. Les chiffres au 31 décembre 2019, produits par ces deux sources à partir de définitions et de processus distincts, sont présentés ci-dessous.

	AFG (échantillon 61 SGP)	Novethic
Termes et définitions retenus par l'AFG et par Novethic	Placement ISR : « placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité »	Fonds durables : « fonds se réclamant de la finance durable sur le marché français (ISR, Durable, Responsable, ODD, à impact) »
Encours d'OPC ouverts ISR / d'OPC durables	210 Mds€	278 Mds€
Nombre d'OPC ISR / d'OPC durables (nombre)	Non communiqué ⁹	704
Encours d'OPC ESG	422¹⁰ Mds€	Non communiqué

Source : consolidation AMF sur la base de chiffres publiés par l'AFG et Novethic.

⁷ Voir [AFG - La gestion Investissement Responsable - Données d'enquête à fin 2019](#)

⁸ Voir [Novethic - Indicateur Finance Durable \(2019\)](#).

⁹ En pratique les fonds se présentant comme ISR et gérés par des SGP adhérentes de l'AFG doivent produire un code de transparence. En 2019 l'AFG recensait sur son site environ 300 fonds publiant ce Code de transparence (à juin 2020, l'AFG a suspendu la publication de cette liste sur son site [et indique](#) qu'elle sera « prochainement disponible »). Le périmètre n'est toutefois pas nécessairement le même que celui des encours présentés, du fait que les résultats sur encours sont issus de l'information collectée auprès d'un nombre limité de SGP.

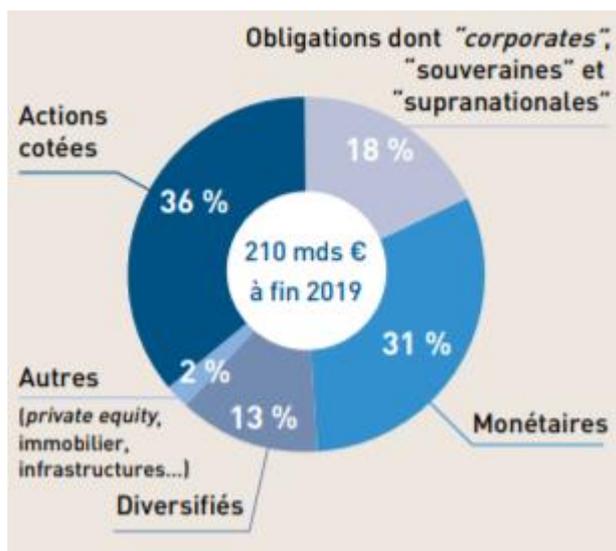
¹⁰ Les fonds ayant d'autres approches ESG (« autres ESG ») comprennent notamment des fonds thématiques ne se présentant pas comme ISR, des fonds qui intègrent les critères ESG de manière non engageante (fonds d'intégration, cf. infra), des fonds qui appliquent des approches d'exclusions normatives ou de certains secteurs limités (charbon, tabac, ...) les fonds solidaires et les fonds d'impact investing.

Les divergences observées entre les concepts, les définitions et les périmètres des deux sources illustrent la diversité des approches adoptées par les SGP et les difficultés à procéder à une description exhaustive et précise de cet univers : l'AFG a réalisé une distinction entre fonds « ISR », qui prennent simultanément en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance et s'astreignent à une discipline d'information (code de transparence, label), et « autres fonds ESG », qui regroupent des fonds intégrant selon l'AFG une dimension extra-financière sans respecter le cadre de l'ISR. Novethic, pour sa part, a publié des chiffres sur les fonds dits « durables », dont la définition englobe tant des fonds « ISR » que des fonds « ESG » selon la classification de l'AFG. Les montants de fonds ISR ou durables cités par les deux sources sont néanmoins du même ordre de grandeur, s'établissant à respectivement 210 Mds d'euros pour l'AFG et 278 Mds d'euros pour Novethic. Il est à noter que l'AFG évalue également le marché des OPC ESG à 422 Mds d'euros.

La partie suivante décrit les différentes stratégies mises en œuvre par les fonds qualifiés d'« ISR » par l'AFG en s'appuyant sur [la publication de l'AFG de mai 2020](#), qui permet de présenter les grandes tendances du marché.

2.2.2. ENCOURS PAR CLASSES D'ACTIFS ET CLIENTELE

Concernant la classe d'actifs, ce sont **les actions cotées et les fonds monétaires** qui représentent les encours d'investissements ISR les plus importants (environ un tiers chacun). Les fonds monétaires font l'objet d'une étude dédiée en section 3.3. Viennent ensuite les fonds obligataires (18%) et les fonds diversifiés (13%). Les fonds hors valeurs mobilières cotées représentent une infime partie des encours (capital investissement, immobilier, ...).

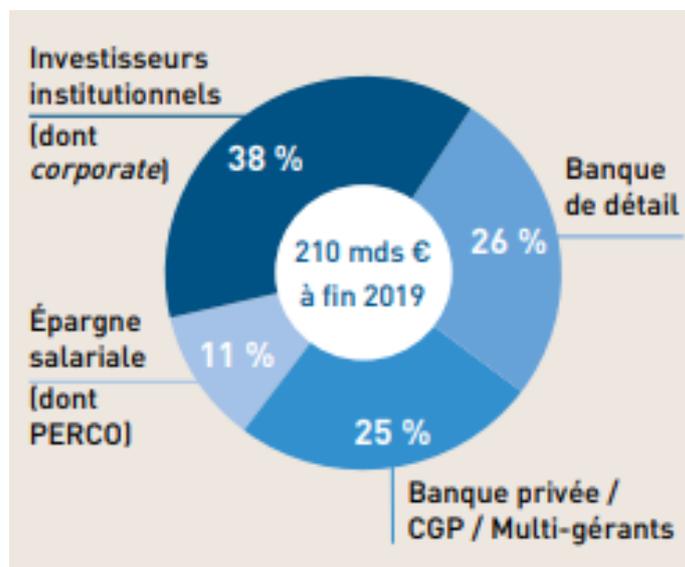


Source : AFG

Par ailleurs, l'AFG s'est intéressée dans son étude au type de clientèle qui investit dans les fonds ISR. Les premiers investisseurs des fonds ISR sont la clientèle institutionnelle, pour environ 80 Mds € d'encours (38% des encours ISR contre 57% en 2018). Cela peut s'expliquer notamment par le fait que ce sont ces acteurs qui investissent essentiellement dans les fonds monétaires. Cette appétence des investisseurs institutionnels pour l'ISR est confirmée par la taille des mandats de gestion dits « ISR »¹¹, qui représentent 336 Mds € d'encours. Du fait de l'obligation pour les plans d'épargne entreprises de présenter au moins un fonds détenant un label extra-financier (ISR, Greenfin ou Finansol, cf. partie 2.4), la part de l'épargne salariale est également significative (11%). Enfin, la Loi PACTE¹² du 22 mai 2019, qui exige depuis le 1^{er} janvier 2020 de proposer en support aux unités de compte un fonds labellisé ISR ou Greenfin ou un fonds investissant dans des entreprises solidaires constitue une source potentielle de croissance supplémentaire pour ce marché.

¹¹ Les encours des mandats le sont très majoritairement pour le compte des clients institutionnels.

¹² Cf. notamment article 72 de la [loi PACTE](#) (loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises) instituant l'article [L. 131-1-2](#) du Code des assurances.



Source : AFG

2.3. PRINCIPALES STRATEGIES OBSERVEES

Comme indiqué en partie 2.1, les stratégies de fonds mettant en avant un aspect extra-financier sont par définition extrêmement nombreuses, aussi toute présentation sera nécessairement non-exhaustive. L'AMF s'est attachée ici à présenter les principales stratégies observées, se fondant sur les travaux effectués par l'AFG. Certaines stratégies particulières (immobilier, capital investissement, monétaire) sont décrites plus en détail. Les stratégies intégrant une promesse relative aux émissions de gaz à effet de serre (fonds « *low carbon* », fonds de compensation carbone ...) sont présentées plus spécifiquement dans la partie 4.

Les stratégies extra-financières mises en œuvre se répartissent en deux grandes familles : les approches « relatives » (*best in class*, *best in universe*, ...), et les approches « absolues », ou à impact. Par ailleurs, les stratégies d'exclusions normatives et les stratégies dites d'« intégration », qui tendent à se systématiser dans les dispositifs des grandes sociétés de gestion de portefeuille, sont présentées dans un second temps.

2.3.1. STRATEGIES D'IMPACT OU AVEC OBJECTIF CONCRET

Les approches d'impact ou celles avec objectif concret visent à sélectionner les investissements en fonction de la réalisation d'un objectif concret mis en avant par le fonds. Ainsi, un investisseur sensible au sujet du réchauffement climatique pourra souhaiter investir dans un fonds qui n'investit que dans des entreprises contribuant ou compatibles avec une transition écologique et énergétique, ou dans un fonds qui s'engage à n'investir que dans des projets contribuant à produire des énergies renouvelables. L'investisseur d'un tel fonds reçoit la promesse que, dans le premier cas, les entreprises sélectionnées par le fonds contribuent à la transition écologique ou sont compatibles avec elle, et dans le second cas que les sommes versées financeront des projets de développement des énergies renouvelables.

Cette approche, qui permet de mettre en avant un **objectif concret** auprès de l'investisseur, implique toutefois **des difficultés de mise en œuvre** :

- la définition des critères induits par la promesse peut être complexe : identifier une activité contribuant au financement de la transition écologique ou compatible avec une économie bas-carbone est un travail délicat ;

- la démonstration du respect de la promesse faite à l'investisseur peut être difficile en raison de sa nature : par exemple, l'alignement avec un scénario climatique serait nécessairement lié à des hypothèses sur le comportement futur de l'entreprise, qui comporte une part d'aléa d'autant plus grande que les objectifs sont éloignés (objectif de réductions à 2050 voire 2100) ;
- le nombre d'entreprises respectant les critères induits par la promesse faite peut être encore trop faible pour permettre de construire un produit jugé financièrement approprié pour un investisseur prêt à prendre un risque modéré : un investissement dans des entreprises contribuant activement à la transition énergétique peut ainsi conduire à construire un produit financier fortement exposé à un seul secteur (typiquement les énergies renouvelables) et donc très dépendant de la santé financière de celui-ci.

Les stratégies d'impact ou avec objectif concret, comme c'est le cas notamment de certains acteurs du capital investissement, sont donc en pratique **peu développées** et réservées essentiellement aux investisseurs institutionnels, qui disposent de l'assise suffisante pour investir dans ce type de projets sans mettre en péril la liquidité et la diversification globale de leur portefeuille d'actifs.

2.3.2. STRATÉGIES BEST IN CLASS OU BEST IN UNIVERSE

Au contraire, les « approches relatives » visent à définir une ou plusieurs métriques de comparaison entre émetteurs, représentative de critères extra-financiers, et, au sein de l'univers d'investissement du fonds, à surpondérer ou à ne conserver que les meilleurs émetteurs (ou à sous-pondérer ou exclure les plus mauvais), sans tenir compte d'objectifs absolus précis.

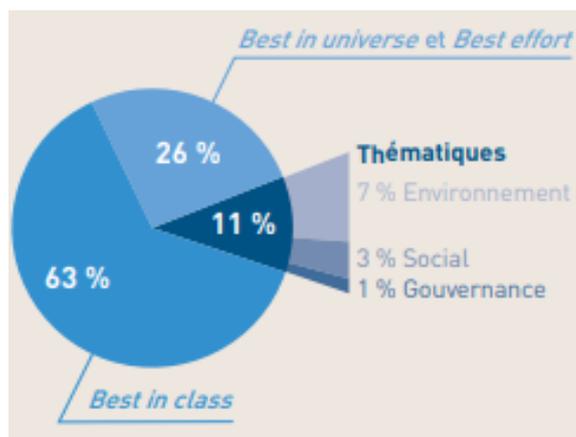
Cette approche permet de proposer plus aisément des produits financiers :

- la SGP peut sélectionner des critères qui peuvent être aisément mesurés et suivis dans le temps (par exemple l'empreinte carbone des émetteurs relatives à leurs émissions directes et issues de l'utilisation de leur énergie – scopes 1 et 2, le taux d'absentéisme dans une entreprise, la présence ou non de politiques anti-corruption, ...) ;
- le produit obtenu peut être aisément diversifié financièrement par l'application de règles d'application de cette sélection au niveau de chaque secteur d'activité (*best in class*) plutôt qu'au niveau de l'univers d'investissement entier (*best in universe*).

Des variantes de ces approches peuvent être développées. Notamment, l'approche « *best effort* » vise à retenir, non pas les émetteurs ayant les meilleures notes, mais ceux ayant réalisé les meilleures progressions de note sur une période considérée.

Les SGP pratiquant ces approches « relatives » mettent parfois en avant un éventuel « effet d'entraînement », qui pousserait les émetteurs non-sélectionnés à améliorer leurs performances extra-financières au regard des critères retenus. Par exemple, un émetteur pourrait être incité à réduire son empreinte carbone s'il constate que son financement est rendu plus difficile par le fait qu'il n'est pas sélectionné par des fonds à thématique « climat ».

L'AFG a produit dans [ses statistiques 2019](#) une répartition des encours des fonds ISR en fonction de leur approche méthodologique. L'approche « *best in class* » représente une très large majorité des encours (63%). En effet, comme indiqué ci-dessus, cette approche présente l'avantage de conserver une diversité sectorielle qui permet d'obtenir des rendements corrélés à ceux de placements financiers « classiques » ne développant pas d'approche extra-financière. Variantes de l'approche « *best in class* », les fonds « *best in universe* » et « *best effort* » représentent 26% des encours selon les chiffres de l'AFG. Enfin, les fonds ISR thématiques représentent 11% des encours. Ce sont des fonds qui prennent en compte simultanément les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, mais qui sont plus particulièrement orientés vers un investissement sectoriel particulier (par exemple les activités en lien avec l'eau).



Source : AFG

2.3.3. STRATEGIES D'EXCLUSION

Outre les approches décrites ci-dessus, de nombreuses SGP appliquent des stratégies d'exclusion, soit de manière isolée, soit au préalable à la mise en œuvre de stratégies décrites ci-dessus. Celles-ci consistent à exclure des émetteurs de l'univers d'investissement pour des raisons diverses :

- exclusion « normatives », comme le respect par la SGP de conventions internationales, par exemple sur la production d'armes controversées (exclusions *a priori* obligatoires et applicables à toutes les SGP), ou d'émetteurs identifiés par un référentiel public ou parapublic comme ne respectant pas des principes fondamentaux : respect des droits de l'Homme, coopération fiscale, ... ;
- exclusion de secteurs jugés comme portant atteinte à la santé ou à une morale : tabac, pornographie, ... ;
- ou encore exclusion de secteurs jugés comme portant atteinte à l'environnement : entreprises ayant des activités significatives dans le charbon ...

De manière générale, le taux d'exclusion effectif est **peu significatif** et n'aboutit pas à une réduction au minimum de 20% de l'univers d'investissement comment attendu par la position n°2 de la position-recommandation AMF n°2020-03 soit du fait que ces exclusions sont applicables légalement par tous sans que l'ensemble des acteurs ait jugé nécessaire de communiquer dessus (conventions d'Oslo et d'Ottawa), soit que certaines exclusions portent en pratique sur un univers très restreint par rapport à l'univers d'investissement des OPC (par exemple exclusions sur le tabac). Ces éléments doivent donc être présentés de manière appropriée dans l'information délivrée à l'investisseur potentiel.

2.3.4. « INTEGRATION » ESG

Comme précisé partie 2.1, un nombre croissant d'investisseurs considère que la prise en compte de critères environnementaux, sociaux, et de gouvernance concourt à la pertinence des choix d'investissement. De manière concomitante, les sociétés de gestion de portefeuille sont de plus en plus sensibles à l'impact que peut avoir la détention dans leurs fonds d'actifs controversés (par exemple des titres émis par une société exposée à un scandale) sur leurs investisseurs. En conséquence, plusieurs sociétés de gestion de portefeuille, et notamment les plus importantes, ont mis en place ou sont en cours de mise en place d'un dispositif d'« intégration » des aspects ESG qui consiste à collecter de l'information ESG sur les émetteurs (notes, scores, analyses, veilles de controverse...) et à la mettre à disposition des gérants aux côtés des informations financières. Le gérant est ensuite **libre d'incorporer ou non cette information dans sa décision d'investissement**. Cette approche est **non contraignante et non significative**. Elle ne constitue pas réellement une approche extra-financière en tant que telle mais plutôt un renforcement de l'approche financière par des éléments d'analyse complémentaires. A cet égard, elle doit faire l'objet d'une description appropriée dans l'information délivrée afin d'éviter toute ambiguïté vis-à-vis du porteur et des investisseurs potentiels.

Il convient de signaler qu'il est attendu une convergence des réflexions sur la notion d'intégration ESG avec l'exclusion probable des produits à simple intégration ESG du périmètre de la catégorie Article 8 du règlement « SFDR » en conséquence de l'intégration obligatoire des risques ESG pour tous les produits financiers.

2.4. PANORAMA DES LABELS

2.4.1. CONTEXTE

L'AMF a publié [le 26 septembre 2019](#) les résultats d'une étude réalisée auprès d'un échantillon de plus d'un millier de personnes représentatives de la population française¹³. Cette étude traduit l'intérêt d'investisseurs potentiels pour la thématique responsable dans les produits financiers. Néanmoins alors que 87% des personnes interrogées disent accorder de l'importance aux enjeux du développement durable, seuls 5% des répondants déclarent connaître avec précision les différents produits de gestion collective à dimension responsable. Cette déconnexion entre la connaissance de l'offre de produits à dimension responsable et l'intérêt supposé de la population pour cette thématique s'explique en partie par un développement assez récent de produits s'adressant plus spécifiquement à une clientèle de particuliers. Jusqu'alors, le marché de la gestion à dimension responsable s'est en effet développé à la demande d'investisseurs institutionnels. L'ISR et son approche historiquement majoritaire dite *Best-in-class* s'accompagne désormais d'autres approches davantage en ligne avec la demande d'une clientèle moins avertie. Par ailleurs, afin de combler ce déficit de notoriété et d'attirer un nombre croissant d'investisseurs, de plus en plus de sociétés de gestion se tournent également vers les différents labels existants sur le marché dont l'importance devrait aussi s'accroître avec l'application de l'article L. 131-1-2 du Code des assurances tel qu'introduit par la Loi Pacte puisque les contrats d'assurance en unité de compte doivent depuis le 1^{er} janvier 2020 proposer des unités de compte comportant au moins un OPC labellisé ou investissant dans des entreprises solidaires¹⁴. Cette obligation sera renforcée à partir du 1^{er} janvier 2022. Cette partie dresse donc un panorama des différents labels français et étrangers utilisés par les sociétés de gestion.

2.4.2. LES DIFFERENTS ACTEURS A L'INITIATIVE DE LA CREATION DES LABELS

La finance durable dans la gestion collective reste encore aujourd'hui marquée par la variété de ses approches et de ses stratégies. La mise en place de labels vise à encadrer cette diversité, offrant un gage de qualité réclamé par les investisseurs. Toutefois, ces labels demeurent eux-mêmes très hétérogènes dans leur gouvernance, leur orientation et leurs exigences.

2.4.2.1. Les labels d'Etat

La France est le seul pays à avoir développé **deux** labels de Place initiés par les pouvoirs publics. Le label Greenfin (anciennement dénommé label TEEC) et le label « Investissement Socialement Responsable » (label ISR) ont été créés respectivement par le Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire et le Ministère de l'Economie et des

¹³ Enquête réalisée du 7 au 20 juin 2019 auprès d'un échantillon national de 1078 personnes représentatives de la population française dont 50 personnes déclarant détenir des placements responsables.

¹⁴ « Le contrat comportant des garanties exprimées en unités de compte mentionnées au deuxième alinéa de l'article L. 131-1 fait référence à au moins une unité de compte constituée de valeurs mobilières, d'organismes de placement collectif ou d'actifs figurant sur la liste mentionnée au même article L. 131-1 et qui respectent au moins l'une des modalités suivantes : 1° Ils sont composés, pour une part comprise entre 5 % et 10 %, de titres émis par des entreprises solidaires d'utilité sociale agréées en application de l'article L. 3332-17-1 du code du travail ou par des sociétés de capital-risque mentionnées au I de l'article 1er de la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier ou par des fonds communs de placements à risque mentionnés à l'article L. 214-28 du code monétaire et financier, sous réserve que l'actif de ces fonds soit composé d'au moins 40 % de titres émis par des entreprises solidaires mentionnées à l'article L. 3332-17-1 du code du travail ; 2° Ils ont obtenu un label reconnu par l'Etat et satisfaisant à des critères de financement de la transition énergétique et écologique selon des modalités définies par décret ; 3° Ils ont obtenu un label reconnu par l'Etat et satisfaisant aux critères d'investissement socialement responsable selon des modalités définies par décret. Le présent article s'applique aux contrats conclus ou aux adhésions effectuées à compter du 1er janvier 2020. Les contrats conclus ou les adhésions effectuées à compter du 1er janvier 2022 font référence à des unités de comptes respectant les modalités mentionnées aux 1° à 3° du présent article. A compter du 1er janvier 2022, la proportion d'unités de compte du contrat respectant les modalités mentionnées aux mêmes 1° à 3° est communiquée aux souscripteurs avant la conclusion de ou l'adhésion à ces contrats. Le présent article ne s'applique pas aux contrats dont l'exécution est liée à la cessation d'activité professionnelle. »

Finances. Tous deux offrent des garanties à l'investisseur quant à la mise en œuvre effective d'une stratégie respectant un référentiel défini par la gouvernance du label et audité par un organisme certificateur. En Europe, seule l'Autriche a aussi mis sur pied un label public pour des fonds « verts ».

2.4.2.2. Les labels associatifs ou à l'initiative d'organisations syndicales

Avant la création récente des deux labels d'Etat, deux autres labels français à l'initiative de l'association Finansol et du Comité Intersyndical de l'épargne salariale (CIES) se sont imposés sur le marché comme des références chacun dans leur domaine. Créés respectivement en 1997 et en 2002, ces deux labels restent encore aujourd'hui une référence lorsqu'il s'agit d'orienter les investisseurs vers des produits de gestion collective à dimension solidaire.

Le label Finansol atteste du caractère solidaire de différents produits d'épargne parmi lesquels on trouve les OPC. Il sert ainsi de vitrine à l'association Finansol dont la mission principale consiste à développer la solidarité dans l'épargne et la finance. Attribué par un comité d'experts, ce label repose principalement sur des critères de transparence permettant d'assurer aux investisseurs qu'une part de leur investissement contribuera au financement d'activités ou de projets solidaires. En pratique, les OPC labellisés Finansol regroupent les fonds solidaires dits « fonds 90/10 » et les fonds de partage :

- Les fonds solidaires se caractérisent par la détention d'un ratio d'actifs solidaires compris entre 5 et 10% de leur actif net (d'où la dénomination « 90/10 », répartition entre les actifs « classiques » et les actifs « solidaires »). Ces titres solidaires sont émis par des entreprises non cotées impliquées dans des projets à forte utilité sociale et/ou environnementale.
- Les fonds de partage se caractérisent par le versement d'une partie de la rémunération de l'OPC sous la forme d'un don à une ou plusieurs entités selon des modalités définies par ses documents réglementaires. Ils font l'objet d'une position de l'AMF spécifique¹⁵.

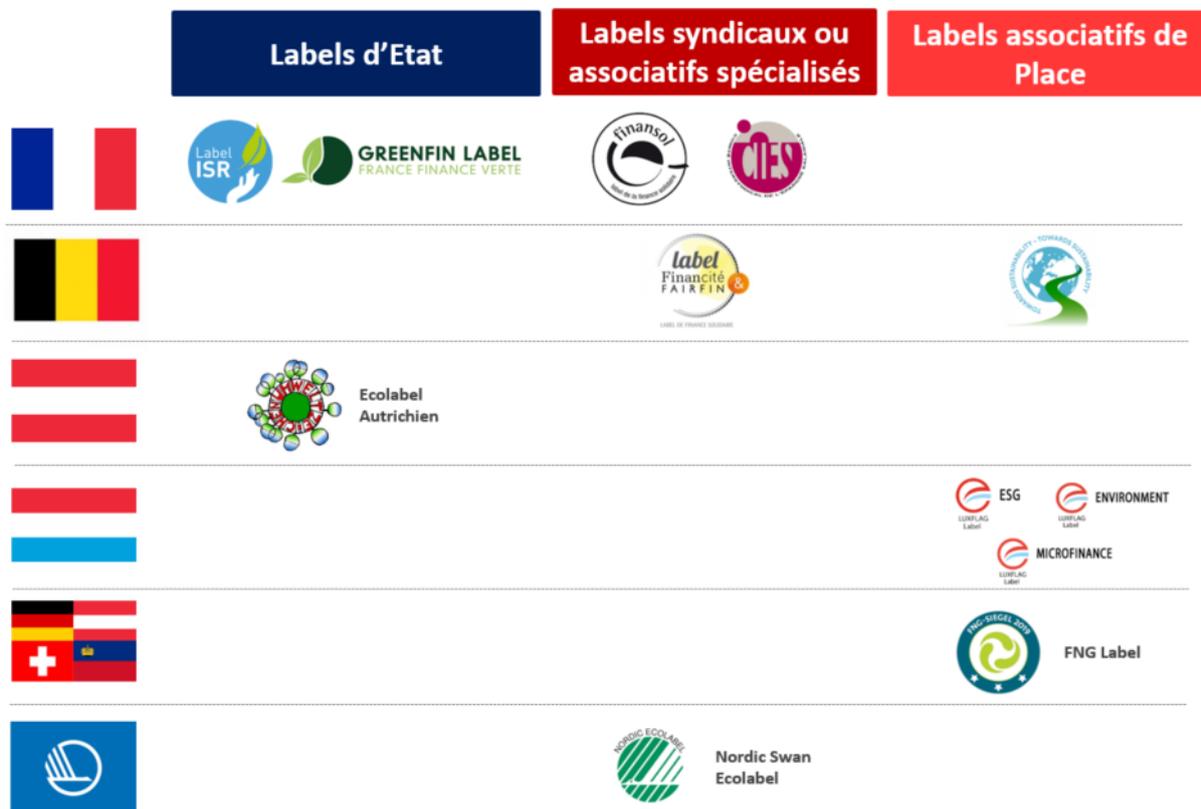
Fin 2019, 159 produits d'épargne étaient labellisés Finansol.

Le label CIES atteste que les gammes de fonds proposées par les sociétés de gestion dans les différents dispositifs d'épargne salariale intègrent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Créé à l'initiative de quatre organisations syndicales (CFDT, CGT, CFTC, CFE-CGC), ce label a pour principal objectif d'« orienter les fonds des salariés dans un sens conforme à leurs intérêts [...] et d'influencer le comportement des entreprises en utilisant un effet de levier grâce aux sommes collectées ». Ce label est décerné à la demande des sociétés de gestion qui, pour l'obtenir, doivent se conformer à un cahier des charges précisant notamment le nombre de fonds à dimension responsable à intégrer au sein de leur gamme destinée à l'épargne ou encore les moyens consacrés à la prise en compte de critères extra-financiers par la société de gestion. A ce jour, une quinzaine de gammes ont été labellisées CIES.

Une majorité des autres labels européens utilisés par les sociétés de gestion lors de la commercialisation de leurs OPC ont été créés à l'initiative d'organisations non gouvernementales ou d'autres types d'associations parfois soutenues par les pouvoirs publics. Ainsi, parmi les labels européens décrits dans la suite de ce rapport, le label LuxFLAG pour « Luxembourg Finance Labelling Agency » a été créé en 2006 par sept partenaires fondateurs privés et publics comprenant le gouvernement du Luxembourg, l'Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI), la Banque européenne d'investissement (BEI) ou encore le Luxembourg Stock Exchange (LSE). Autre exemple, le label FNG du Forum pour l'investissement responsable allemand s'adresse aux principaux pays germanophones (Allemagne, Suisse, Autriche et Liechtenstein). Le forum pour l'investissement responsable allemand regroupe 175 membres qui travaillent à la promotion du développement durable au sein du secteur financier. Enfin, le label belge *Towards sustainability* a été lancé en 2019 à l'initiative de Febelfin, la Fédération belge du secteur financier. Il a connu un essor important lors d'une première vague de labellisation fin 2019.

¹⁵ Position AMF DOC-2012-15 sur les critères applicables aux OPC de partage, en application des articles 319-16 et 321-120 du règlement général de l'AMF

Ci-dessous, une représentation du panorama des labels utilisés par les sociétés de gestion en fonction de leur pays d'origine.



2.4.3. FOCUS SUR LE LABEL ISR FRANCAIS

Le [décret n°2016-10](#) du 8 janvier 2016 complété par l'[arrêté du Ministre de l'économie et des finances du 14 décembre 2018](#) décrit les règles qui régissent le fonctionnement du label ISR.

Il a été modifié par l'[arrêté du 8 juillet 2020](#), publié au Journal officiel du 23 juillet. Entré en application à compter du **23 octobre 2020**, ce [nouveau référentiel](#) intègre les placements collectifs immobiliers et les mandats de gestion au périmètre des produits labellisés. Il renforce également les obligations d'information à destination des investisseurs.

■ Objectif

Ce label, créé en 2016, vise à orienter l'épargne des investisseurs non-professionnels vers les produits de gestion collective des sociétés de gestion de portefeuille qui prennent en considération des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Il s'adresse ainsi plus spécifiquement aux Organismes de Placement Collectifs en valeurs mobilières (OPCVM), aux Fonds d'Investissement à Vocation Générale (FIVG), aux Fonds d'Epargne Salariale (FES), aux Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA) en immobilier (SCPI et OPCI/OPPCI) et aux mandats de gestion. Tous ont la possibilité d'être individuellement labellisés ISR par un organisme certificateur¹⁶.

¹⁶ A ce jour, EY et l'AFNOR sont certificateurs du label ISR.

Chaque fonds peut ainsi être labellisé s'il se conforme à une liste de critères édictés au sein du référentiel du label ISR annexé à l'arrêté du 8 juillet 2020.

■ Critères d'éligibilité

L'éligibilité au label ISR se traduit notamment par une prise en compte de critères extra-financiers de façon contraignante et significative. Ce faisant, un fonds est éligible au label si *a minima* 90% de son portefeuille est analysé au travers de critères ESG¹⁷ et s'il est en mesure de réduire son univers d'investissement d'au moins 20% après prise en compte de ces critères ou de respecter un critère d'amélioration significative de la note extra-financière moyenne de son portefeuille. Celle-ci devra être significativement supérieure à la note moyenne de l'univers de départ (i.e. meilleure après élimination de 20% des plus mauvaises valeurs d'un point de vue extra-financier).

Au-delà de ces critères qui constituent le principal axe de différenciation des fonds labellisés ISR par rapport aux autres fonds, le label ISR impose également une présentation des objectifs ESG dans la documentation de l'OPC ou encore l'adhésion à l'organisme de promotion du label qui vise à développer sa notoriété au travers de campagnes de communication. La méthode développée par le label vise donc à distinguer les fonds sur leur capacité à se différencier des autres OPC sur la sélection ou la pondération des titres en portefeuille en fonction de critères extra-financiers. Elle est agnostique sur les critères extra-financiers à prendre en compte et n'impose aucune méthode concernant la sélection de titres. Elle limite ou encadre la sélection de certaines classes d'actifs ou instruments financiers. A titre d'exemple, à ce jour, l'utilisation de dérivés est limitée aux techniques permettant une gestion efficace de portefeuille et la sélection de titres de créance émis par les Etats et collectivités territoriales, autres que les obligations « vertes », est plafonnée à 70 % des actifs de l'OPC¹⁸.

■ Gouvernance

La gouvernance du label ISR est assurée par un comité du label composé de personnalités du monde de la finance et de l'investissement responsable nommées *intuitu personae*¹⁹. Le comité du label est en charge de proposer les grandes orientations du label ISR. Il émet auprès du Ministère de l'Economie et des Finances des propositions d'actions qui seront ensuite mises en œuvre par la Direction générale du Trésor. Etabli pour une période de trois ans, ce comité est complété par un comité scientifique principalement composé d'universitaires et par un comité de promotion constitué de la Direction générale du Trésor, de l'Association Française de la Gestion Financière (AFG) et du Forum pour l'Investissement Responsable (FIR).

■ Processus d'attribution et modalités de contrôle

Le label ISR est accordé pour une durée de trois ans par un certificateur, lui-même accrédité pour une durée de trois ans par le Comité français d'accréditation (COFRAC), organisme parapublic qui s'assure de la qualité des organismes chargés de délivrer les labels. Afin de pouvoir assurer la cohérence et la pertinence du label, le certificateur s'assure de respecter un plan de contrôle annexé à l'arrêté du label. En complément de l'audit initial réalisé lors de l'étude d'un dossier de labellisation d'un fonds, des audits intermédiaires sont effectués tous les ans, complétés par un audit de renouvellement plus approfondi au terme des trois premières années de labellisation.

En outre, des dispositifs assurant la cohérence de l'interprétation par les certificateurs du référentiel sont prévus par le plan de contrôle. Il prévoit que chaque certificateur effectue des rapports d'activités globaux à remonter au

¹⁷ Selon le référentiel du label ISR, ce pourcentage peut s'entendre « soit en nombre d'émetteurs soit en capitalisation » (critère 3.1).

¹⁸ Critère III – i) : « Les titres de créance émis par les Etats, les collectivités territoriales et par les agences gouvernementales ou internationales publiques, autres que les obligations « vertes » n'entrent pas dans le champ des actifs ISR concernés par le label. Le portefeuille doit être composé d'au moins 30% d'actifs autres que les titres de créance mentionnés précédemment lorsque ces derniers font l'objet d'une évaluation ESG, et d'au moins 50% dans le cas contraire. »

¹⁹ Membres d'agences de notations extra-financière, d'émetteurs, de sociétés de gestion de portefeuille, d'universitaires, d'investisseurs institutionnels et de syndicats de salariés.

ministère recensant les difficultés d'interprétation, les cas problématiques pouvant entraîner le retrait du label ainsi que d'éventuelles modifications à apporter au fonctionnement du label.

Le label ISR en chiffres

Au 31 janvier 2020, 362 fonds étaient labellisés pour 140 Mds d'euros d'encours. Ces chiffres ont augmenté significativement ces derniers mois puisqu'au 7 octobre 2020, 514 fonds sont désormais labellisés pour 204 Mds d'euros d'encours²⁰.

Parmi les 65 sociétés de gestion bénéficiant d'au moins un label ISR pour leurs fonds, 48 sont françaises et 17 d'origine étrangère.

Parmi les fonds labellisés 55% sont domiciliés en France, 32% au Luxembourg et 3% en Irlande.

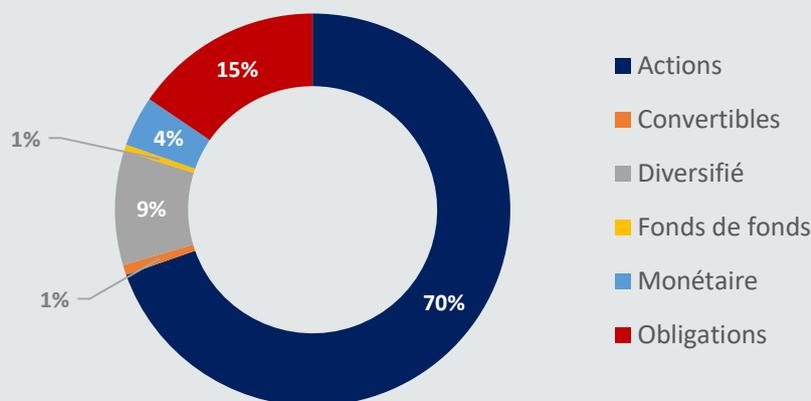
Les fonds labellisés ISR sont majoritairement des « fonds actions » (70%), alors que les fonds obligataires et monétaires apparaissent moins nombreux, avec respectivement 15% et 4% fonds labellisés ISR au 31 janvier 2020.

Par ailleurs la majorité des actifs ISR sont investis en Europe (64%). Tandis que peu de fonds labellisés ISR semblent investir dans des zones différentes (Marchés émergents, Asie, Amérique du nord...). Un quart des fonds labellisés sont investis partout à travers le monde.

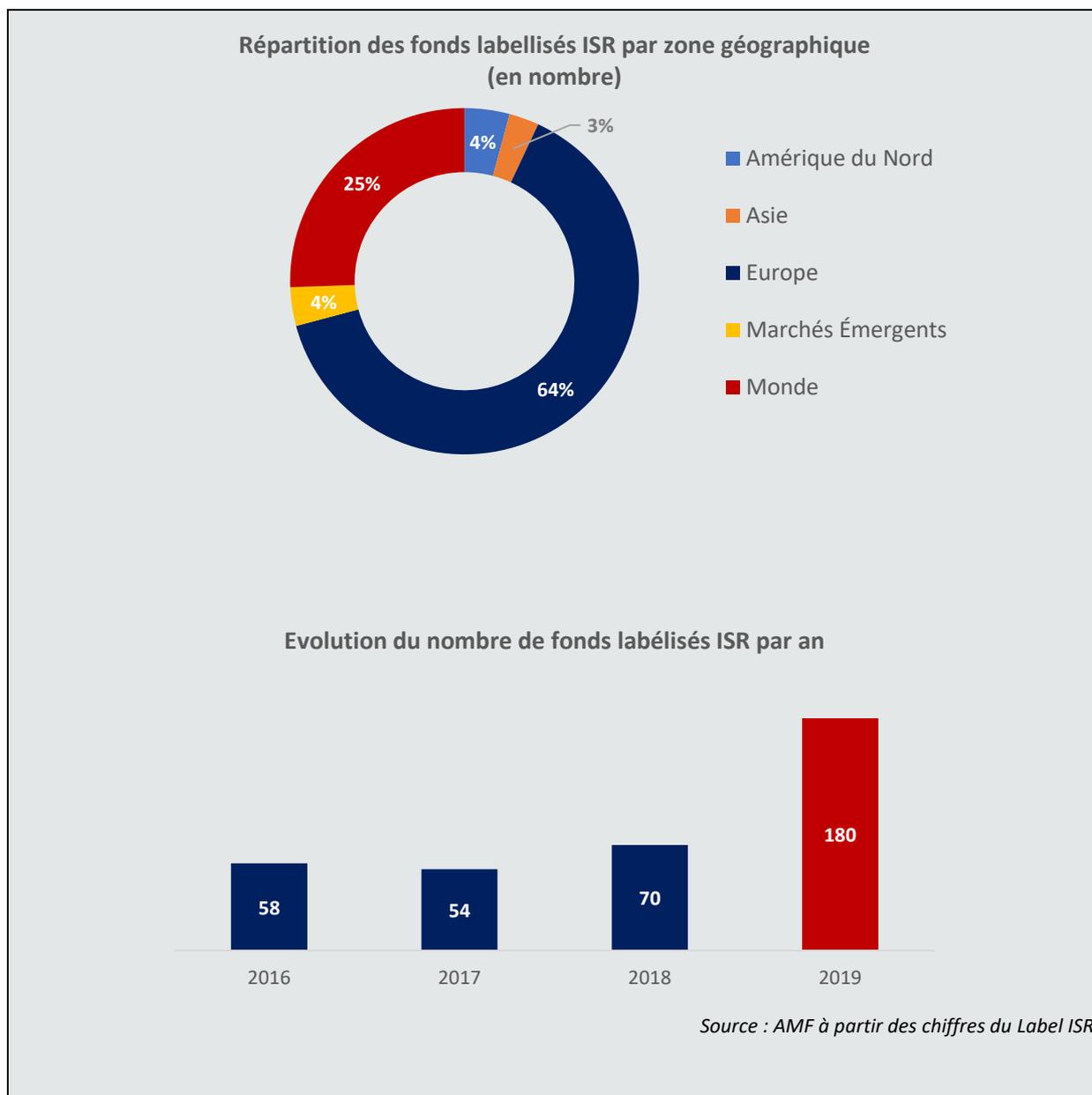
Enfin, pour ce qui est du rythme de labélisation annuel, la tendance révèle une très forte hausse du nombre de fonds labellisés ISR en 2019. En effet 180 fonds ont été labellisés en 2019 contre 70 en 2018 et 58 l'année de lancement du label (2016). Ce « flux » de fonds labellisés ISR croissant a pour conséquence d'augmenter fortement le « stock » de fonds labellisés d'année en année. Ainsi, début 2020, 362 fonds étaient labellisés ISR pour un encours de 140 Mds d'euros contre 228 fonds représentant 58 Mds d'euros d'encours au 30 juin 2019 soit une croissance du nombre de fonds labellisés ISR de plus de 50% sur les six derniers mois de l'année 2019.

L'entrée en application de l'article L. 131-1-2 du Code des assurances le 1^{er} janvier 2020 devrait encore accélérer cette croissance.

Répartition des fonds labellisés ISR par classes d'actifs
(en nombre)



²⁰ Encours au 31/12/2019 pour tous les fonds labellisés au 7 octobre 2020.



2.4.4. FOCUS SUR LE LABEL GREENFIN

Le [décret n°2015-1615](#) du 10 décembre 2015 complété par l'[arrêté du Ministre de l'environnement, de l'énergie et de la mer](#) (remplacé depuis par le Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire) du 10 mars 2016 décrit les règles qui régissent le fonctionnement du label Greenfin (anciennement nommé label de la "Transition Énergétique et Écologique pour le Climat", l'ex label TEEC est devenu le label Greenfin en juin 2019).

■ Objectif

Elaboré en 2015 à l'occasion de la COP 21 sur le climat, le label Greenfin vise à offrir des garanties aux investisseurs concernant la prise en compte du critère environnemental par les produits de gestion collective. Il se distingue ainsi du label ISR en ayant pour objectif d'orienter et de mobiliser l'épargne disponible au bénéfice des entreprises de la transition énergétique et écologique. Il s'adresse à tous les OPCVM et FIA appartenant aux catégories des

fonds cotés, des fonds non cotés (FIA de capital investissement et d'infrastructures notamment), des fonds obligataires et de dette privée et depuis mars 2018 des SCPI et OPCI. L'ensemble de ces fonds a la possibilité d'être individuellement labélisé Greenfin par un organisme certificateur²¹ qui se charge de réaliser un audit des fonds candidats en vue de vérifier s'ils respectent les critères du label.

■ Critères d'éligibilité

Le [référentiel](#) du label Greenfin liste l'ensemble des critères permettant aux OPC d'envisager une labélisation. Il repose sur la conformité du ou des fonds candidats à quatre catégories de critères directement définis par arrêté. Ainsi, pour être labélisé Greenfin, un OPC doit disposer d'une politique d'investissement intégrant :

1. une « part verte » investie dans des activités vertes listées par le référentiel du label ;
2. des exclusions ;
3. une gestion des controverses ESG ;
4. une mesure de son impact environnemental.

Afin de s'assurer du respect de ces critères, l'organisme certificateur procède à une revue des caractéristiques des fonds candidats au regard du cahier des charges du label.

La « **part verte** » est déterminée à partir d'une nomenclature d'activités éligibles au financement labélisé. Le référentiel du label liste huit catégories d'« éco-activités²² » entrant dans le champ de la transition énergétique et écologique et de la lutte contre le changement climatique et précise pour chacun des fonds entrant dans le périmètre de la labellisation, le pourcentage de l'actif net qui doit être investi dans cette « part verte ».

Les exclusions à respecter sur la durée portent principalement sur certaines activités économiques incompatibles avec la transition énergétique et écologique, ou actuellement controversées. Le label Greenfin a ainsi la particularité d'exclure les entreprises opérant dans le secteur nucléaire, les énergies fossiles ainsi que les entreprises faisant l'objet de controverses environnementales ou sociales. Le référentiel du label exclut également de son périmètre les fonds investis dans des sociétés dont une partie du chiffre d'affaires provient de certaines activités controversées (centres de stockage et d'enfouissement, incinération, exploitation forestière non durable...).

Les fonds candidats à la labellisation doivent également assurer une veille active des **controverses** en matière environnementale, sociale et de gouvernance et démontrer leur **impact** lors de la construction et durant tout le cycle de vie du portefeuille. Ils décrivent leur processus de veille et de gestion des controverses ESG, et les moyens correspondants mobilisés.

Mesure de l'impact - Le fonds candidat doit avoir mis en place un mécanisme de mesure de la contribution effective de ses investissements à la transition énergétique et écologique. Il fournit des informations sur l'organisation mise en œuvre pour cela, notamment les moyens humains, la méthode d'évaluation de l'impact et les indicateurs d'impact retenus.

Le cas échéant, il fournit les attestations d'assurance ou de vérification, par une organisation tierce externe, des indicateurs produits, et la comparaison des indicateurs retenus avec d'éventuels benchmarks, s'ils existent.

Reporting - Le fonds mesure la contribution effective de ses investissements à la transition énergétique et écologique, dans au moins l'un des quatre domaines suivants :

- Changement climatique
- Eau
- Ressources naturelles

²¹ À ce jour, EY France, Novethic et Afnor Certifications sont les organismes certificateurs du label Greenfin.

²² Énergie, Bâtiment, Gestion des déchets et contrôle de la pollution, Industrie, Transport propre, Technologies de l'information et de la communication, Agriculture et forêt, Adaptation au changement climatique

- Biodiversité

Pour les fonds en création, le fonds précise les indicateurs d'impact environnemental qu'il entend mettre en œuvre et suivre dans au moins l'un de ces quatre domaines.

- Gouvernance

Le comité du Label Greenfin définit les grandes orientations en matière d'animation de l'ensemble du dispositif et propose aux pouvoirs publics des évolutions du cahier des charges du label. Ses membres sont nommés *intuitu personae*²³ par [l'arrêté du ministre de la transition écologique et solidaire](#). Le comité veille au bon fonctionnement du processus de labélisation et à son évolution. Le comité actuel a été constitué par l'arrêté ministériel daté du 4 octobre 2018. Le ministère de la transition écologique et solidaire préside le comité du label, dont le règlement intérieur a été fixé par [l'arrêté du 5 octobre 2017](#).

- Processus d'attribution et modalités de contrôle du label

Le label Greenfin est accordé par des organismes choisis par le Ministère de la Transition Écologique et Solidaire par appel d'offres ou accrédités par le [COFRAC](#). Ils réalisent un audit de labélisation des fonds sur la base du cahier des charges du label en analysant la documentation réglementaire et commerciale et les rapports de gestion des fonds candidats. Ils mènent également des entretiens avec la société de gestion en vue de clarifier les points litigieux le cas échéant, permettant ainsi de déterminer si le fonds candidat respecte les critères du label. A la suite de la réalisation de cet audit, l'organisme de labélisation établit un rapport d'audit présentant ses conclusions et ses éventuels commentaires qui aboutiront à une décision concernant l'attribution du label. En l'absence de non-conformité lors de l'audit initial, un audit de renouvellement est programmé un an plus tard. Les détails concernant le processus de labélisation des fonds candidats sont présentés dans le [Plan de contrôle et de surveillance](#) du label Greenfin.

Les certificateurs réalisent par ailleurs un bilan périodique des labélisations et suggèrent au comité du label d'éventuelles évolutions techniques à apporter.

Le label Greenfin en chiffres

Au 31 décembre 2019, 42 fonds étaient labellisés Greenfin pour un encours total de 12 Mds d'euros.

Parmi les 31 sociétés de gestion bénéficiant d'au moins un label Greenfin pour leurs fonds, 27 sont françaises et 4 d'origine étrangère.

Parmi les fonds labellisés (et dont les données sont disponibles) 69% sont domiciliés en France et 26% au Luxembourg.

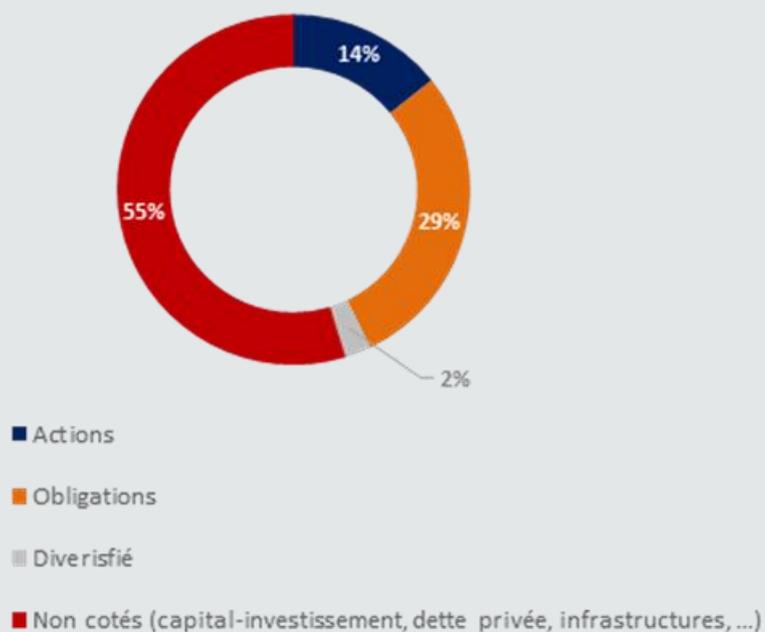
Concernant les classes d'actifs privilégiées par les fonds labellisés Greenfin, les fonds d'actifs non cotés sont majoritaires notamment grâce aux fonds d'infrastructures. En effet par nature, ces fonds ont une orientation spécifique sur certains secteurs²⁴ qui correspondent aux secteurs thématiques entrant dans la nomenclature « d'éco-activités » selon le référentiel du Label Greenfin. Viennent ensuite les fonds obligataires, fortement représentés car rassemblant les fonds thématiques investissant dans des *green bonds*.

Enfin, les fonds labellisés Greenfin privilégient principalement la zone Europe pour placer leurs encours. Les fonds qui investissent, *a priori*, exclusivement en France sont en relatif assez nombreux (5).

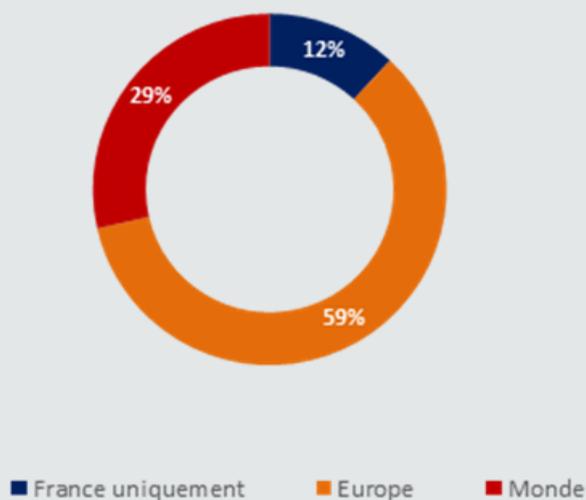
²³ Au sein de trois collèges incluant celui des représentants de l'Etat et de ses établissements publics, celui des investisseurs professionnels ou non professionnels et des sociétés de gestion de portefeuille et celui des représentants de la société civile.

²⁴ Energie, infrastructures sociales, transports, utilities (services aux collectivités), télécoms.

Répartition des fonds labellisés Greenfin par classes d'actifs



Répartition des fonds labellisés Greenfin par zones géographiques d'investissement



Source : AMF

2.4.5. LES AUTRES LABELS EUROPEENS UTILISES PAR LES SOCIETES DE GESTION

A l'occasion de ce rapport, l'AMF a interrogé une cinquantaine de sociétés de gestion sur l'utilisation de labels français ou européens dans cadre de la gestion de leurs OPC en France et à l'étranger. Outre les labels français précédemment évoqués, quatre autres labels venant attester de la prise en compte des caractéristiques extra-financières de leur gestion ont été évoqués. Ces quatre labels sont ainsi présentés selon leur fréquence d'utilisation observée lors de l'enquête réalisée auprès des sociétés de gestion.

2.4.5.1. Le label Towards Sustainability

Le label [Towards Sustainability](#) a été créé en février 2019 à l'initiative de la fédération belge du secteur financier, Febelfin. Febelfin regroupe cinq associations représentatives du secteur financier belge à l'exception des compagnies d'assurances (l'Association belge des Banques et des Sociétés de Bourse (« ABB »), l'Union professionnelle du Crédit (« UPC »), l'Association belge des Asset Managers (« BEAMA »), l'Association belge des Membres de la Bourse (« ABMB »), l'Association belge de Leasing (« ABL »). Ce label a été placé sous la gouvernance d'une association belge : la *Central Labelling Agency* (« CLA ») dont la gouvernance dans ses différentes instances (comité de direction, commission d'éligibilité des produits...) prévoit qu'au maximum la moitié des membres sont issus de représentants du secteur financier.

En développant une norme de qualité à destination des acteurs financiers, ce label s'adresse à tous les produits financiers à dimension responsable de droit belge et étranger commercialisés en Belgique à destination d'une clientèle de particuliers ou de professionnels²⁵ (produits d'épargne, placements collectifs, assurance vie : fonds « euros » et contrats d'assurance vie en unités de comptes, EMTN structurés, mandats²⁶, etc.). Cette norme s'applique aux produits commercialisés comme « durables », « socialement responsables » ou comprenant dans leur dénomination des notions équivalentes (« éthiques », « ISR », etc.). En effet, les signataires du label s'engagent à ne commercialiser des produits auprès d'une clientèle non professionnelle comportant ces mentions que s'ils ont préalablement obtenu le label (être signataire du label n'est toutefois pas une obligation pour l'obtenir).

La « norme de qualité » ou référentiel du label Towards Sustainability s'appuie sur cinq principes clés :

- i. une approche multidimensionnelle des stratégies d'investissement responsable. En pratique, les approches de prises en compte de critères extra-financier pouvant solliciter l'obtention du label doivent *a minima* disposer :
 - a. d'une analyse extra-financière couvrant les piliers E, S et G. Le label ne précise pas de taux de couverture minimale de cette analyse extra-financière mais expose plusieurs principes à cet égard. En synthèse, un actif ne devrait pas être structurellement détenu à des fins d'investissement sans disposer d'une analyse extra-financière²⁷ (par exemple les liquidités qui ne sont « pas effectuées à des fins d'investissements » ne requièrent pas d'analyse extra-financière). Le référentiel du label détaille également des orientations sur l'analyse extra-financière par classes d'actifs (traitement des dérivés, des instruments obligataires, fonds de fonds...) sans pour autant formuler une interdiction sur celles-ci ;

²⁵ Référentiel du label Towards Sustainability de février 2019 : « *The main scope of the quality standard is all standardised products that are actively marketed as being socially responsible or sustainable, towards primarily retail, but also private and institutional clients in Belgium.* »

²⁶ Référentiel du label Towards Sustainability de février 2019 : « *While tailor-made and discretionary portfolios are not strictly speaking in scope, they could obtain the label if compliant with the standard* »

²⁷ Référentiel du label Towards Sustainability de février 2019 : « *A socially responsible portfolio shall not systematically (structurally and permanently) contain assets that cannot be evaluated on their sustainability in any way, i.e. not by any possible internal or external methodology. Temporary derogations for technical reasons are allowed³¹. In general, assets in a portfolio do not have to be evaluated if their only purpose is purely technical or for the temporary hedging of risks. When assets are structurally held with an investment purpose, they should be evaluated on their sustainability. As a guideline, when evaluating a more complex portfolio, one should look through the intermediate structures until the entities in the real economy that are being financed by the investment are reached, i.e. corporates and/or governments.* »

- b. d'une méthode de prise en compte de critères extra-financier type *best in class*, investissement thématique, analyse normative, etc. A noter que la seule mise en œuvre d'un engagement actionnarial n'est pas considéré comme une méthode de prise en compte de critères extra-financiers suffisante pour l'obtention du label.
- ii. l'anticipation des controverses en interdisant l'investissement dans certains émetteurs considérés comme non éligibles à un portefeuille responsable. Il s'agit par exemple des émetteurs violant le Pacte mondial des Nations Unies ou des entreprises qui tirent plus de 10% de leurs revenus de la production d'armes, de tabac ou encore de l'extraction thermique de charbon, de pétrole et de gaz non conventionnel. Cette liste d'exclusion constitue la principale contrainte de gestion du label Febelfin et est déclinée sur différents secteurs (énergie...);
- iii. la transparence en incitant les gérants à expliquer ce qui est pris en compte dans leur processus d'investissement responsable et comment ils se positionnent sur des pratiques considérées comme non-durables telles que les risques d'atteinte à la biodiversité, la fraude fiscale...;
- iv. la transmission d'une information utile et comparable pour les clients concernant la manière dont l'analyse extra financière est prise en compte. Cette information est formalisée sur le site internet du label et compare les exclusions opérées pour chaque produit; et
- v. une supervision indépendante qui prévoit l'obtention du label après un audit par un organe de contrôle composé du Forum Ethibel et d'institutions académiques (ICHEC et UAntwerpen). Elles sont ensuite évaluées par le comité de labélisation de la CLA.

Avec 410 fonds pour en cours de 175 milliards d'euros début mars 2020, ce label n'exclut aucune classe d'actifs et des fonds investissant par exemple majoritairement dans des titres d'états y sont éligibles.

2.4.5.2. Le label Luxflag ESG

Le [label LuxFLAG ESG](#) a été créé en 2014 par l'agence luxembourgeoise de labélisation, LuxFLAG. Il est accessible aux OPCVM et FIA domiciliés dans toute l'Europe ou dans des juridictions équivalentes.

L'agence LuxFLAG est une organisation indépendante et internationale à but non lucratif qui vise à promouvoir la mobilisation de capitaux pour l'investissement durable. Le label LuxFLAG ESG est attribué aux OPC qui intègrent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance au sein de leur processus d'investissement. Pour être éligible à ce label, les fonds doivent :

- démontrer la manière dont ils intègrent des critères ESG dans leur stratégie;
- analyser 100% de leur portefeuille investi au travers de critères ESG;
- disposer d'une politique d'exclusion;
- publier leur portefeuille *a minima* une fois par an et communiquer de manière transparente sur leurs investissements.

Le Label LuxFLAG ESG est délivré par le Conseil d'administration de LuxFLAG pour une période d'un an renouvelable. Après avoir fait acte de candidature, les OPC sont audités par un auditeur externe qui formule une recommandation au comité d'éligibilité de LuxFLAG.

Fin 2019, 101 fonds étaient labellisés LuxFLAG ESG, représentant 40 milliards d'euros d'actifs sous gestion.

Outre le label LuxFLAG ESG, l'agence LuxFLAG propose trois autres labels spécialisés dédiés aux fonds de microfinance (LuxFLAG Microfinance), de lutte contre le changement climatique (LuxFLAG Climate Finance) et aux fonds investissant dans des secteurs liés à la protection de l'environnement (LuxFLAG Environment).

2.4.5.3. Le Label FNG Siegel

Le label allemand [FNG-Siegel](#) a été créé en 2015 par le Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) équivalent allemand du Forum pour l'investissement responsable. Fondée en 2001, l'association promeut l'investissement responsable

en Allemagne, en Autriche, au Liechtenstein et en Suisse. Le FNG s'adresse ainsi à tous les OPCVM ou équivalents distribués dans l'un de ces pays germanophones. Il a pour objectif d'assurer la qualité de l'investissement responsable dans la région en contribuant à l'amélioration des pratiques des gérants.

Le label FNG est attribué aux fonds ayant une stratégie clairement identifiée par la société de gestion comme ISR et dont les processus d'investissement répondent à des critères de transparence et de qualité. Ainsi, afin d'y être éligible, les fonds doivent :

- Rendre public un « profil de durabilité » FNG de moins d'un an. Ce profil offre une vue d'ensemble de la stratégie d'investissement responsable au travers des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance ;
- Réaliser le [code de transparence Eurosif](#) datant de moins d'un an ;
- Analyser au moins 100% des émetteurs du portefeuille au travers de critères ESG.

En complément d'exclusions portant sur le secteur de l'armement et sur des sociétés qui violeraient l'un des dix principes clés du Pacte mondial des Nations Unies, ce label impose aux acteurs de disposer d'une politique excluant toute entreprise réalisant plus de 5% de son chiffre d'affaires dans le nucléaire, ainsi que dans l'exploitation du charbon, de sables bitumineux ou encore la mise en œuvre de techniques de fracturation hydraulique (*fracking*). Pour la production de l'électricité sur base de charbon, un seuil de 25% du chiffre d'affaires est appliqué.

Le label FNG comporte, par ailleurs, trois niveaux de qualité de l'investissement responsable matérialisés par trois étoiles. Les fonds qui satisfont à ces minimas sont ainsi notés sur 100 après une analyse globale de toute l'infrastructure du fonds, c.à.d. la crédibilité institutionnelle, les standards de produits (robustesse du processus d'investissement, approfondissements des analyses, reporting extra-financier, etc.) et l'impact potentiel lié à la sélectivité des titres, l'exercice des droits de vote ou d'autres activités d'engagement. Cette note délivrée par le certificateur détermine la qualité du label et octroie aux OPC candidats un label « de base » ou un label 1, 2 ou 3 étoiles.

Le label FNG compte 104 fonds labellisés pour un encours sous gestion de 30 milliards d'euros à fin 2019. L'audit est désormais fait par l'université de Hambourg, après avoir été historiquement réalisé par Novethic.

2.4.5.4. Le Nordic Swan Ecolabel

Créé en 1989 par le Conseil Nordique des Ministres qui souhaitait introduire un label écologique commun à tous les pays nordiques (Suède, Danemark, Finlande, Islande, Norvège), le Nordic Swan Ecolabel s'adresse à une soixantaine de groupes de produits de consommation. La catégorie [« Produits financiers »](#) introduite en 2017 établit des critères d'exclusion, d'inclusion et de transparence à destination de tous les OPCVM enregistrés pour la distribution dans un ou plusieurs pays nordiques et dont l'actif est composé à hauteur de 50% minimum d'actions ou d'obligations d'entreprises ou de *green bonds*.

L'objectif du label consiste à accroître la visibilité et l'engagement du secteur financier en matière de développement durable et à favoriser une traçabilité accrue entre le capital des investisseurs et les investissements réalisés dans des projets durables.

Afin de déterminer si un fonds est éligible à la labélisation, le label définit notamment des critères d'exclusion comprenant, entre autres, les sociétés contribuant à l'extraction et au raffinage de combustibles fossiles, à la production d'armement ou encore les émetteurs qui ne respecteraient pas certaines normes ou conventions internationales²⁸. En outre, le label définit des seuils d'exclusion de secteurs économiques ou d'activités spécifiques (gaz naturel, pétrole, uranium...) au-delà desquels une société de gestion ne peut réaliser un investissement si elle souhaite labéliser son fonds.

Le label comprend également des critères d'inclusion, qui doivent être remplis et consignés dans un rapport dédié :

²⁸ Déclaration de l'OIT relative aux principes et droits fondamentaux au travail adoptée en 1998, Droits de l'Homme, société ayant causés de graves dommages environnementaux ou impliquées dans des affaires de corruption.

- au moins 90% des titres en portefeuille ont été analysés au travers de critères ESG ;
- plus de 50% du fonds doit être investi dans des sociétés disposant de bonnes pratiques ;
- le fonds privilégie les sociétés en transition vers une activité plus durable.

Enfin, des critères de transparence sont imposés aux sociétés de gestion au travers notamment d'une obligation de publication trimestrielle des titres composant le portefeuille de l'OPC candidat à la labélisation.

D'autres critères non obligatoires sont présentés dans le cahier des charges du label. Chacun fournit des points permettant d'atteindre un nombre de points minimum nécessaire à la labélisation.

En pratique, le NMN (Nordiska Miljömärkningsnämnden - Conseil Nordique de l'éco-labellisation) détermine les critères à respecter pour pouvoir bénéficier du label. Aidé d'un groupe d'experts, il consulte des représentants des différents gouvernements, des organismes de défense de l'environnement, du commerce et de l'industrie pour modifier le cahier des charges des labels de chaque secteur d'activité concerné par le label Nordique.

La société de gestion qui souhaite faire labéliser son produit se charge de faire attester par un organisme tiers le respect des critères retenus par le NMN. Un dossier de demande de certification accompagné de pièces justificatives est ensuite adressé au Nordic Swan qui prend en charge la vérification et la surveillance de la société de gestion à l'aide de contrôles. Afin de vérifier la conformité d'un OPC au label, un rapport annuel ESG est requis et des vérifications aléatoires comprenant des visites sur place sont effectuées. La validité de la labélisation est soumise à la satisfaction des critères généralement édictés pour une période de trois ans. Au terme de ces trois années, de nouveaux critères sont imposés et les acteurs doivent effectuer une nouvelle demande de labélisation. Les critères actuels du Nordic Swan Ecolabel pour les produits financiers sont valables jusqu'en 2022.

En 2019, 32 fonds étaient labélisés pour un encours de 11 milliards d'euros.

2.4.5.5. L'Ecolabel autrichien (Österreichisches Umweltzeichen)

Créé en 1990 sous l'égide du Ministère de l'Agriculture et de l'environnement, l'écolabel autrichien présente également la particularité de labéliser tout produit de consommation courante (papier, chaussures, immeubles, ...).

Le volet financier de l'[écolabel autrichien](#), destiné aux produits financiers à dimension responsable, a été créé en 2004. Il s'adresse plus spécifiquement aux fonds qui présentent les approches environnementales les plus robustes. Il est aujourd'hui attribué par le Ministère du développement durable et du tourisme autrichien qui s'appuie sur une association de consommateurs en charge de l'élaboration et du suivi du processus de labélisation.

Parmi les critères retenus pour bénéficier d'une labélisation, l'exclusion de certains secteurs d'activité (charbon, énergie nucléaire, commerce et production d'armement, extraction de gaz naturel et de pétrole brut...) est explicitement requise. D'autres exclusions applicables aux entreprises et aux Etats qui contreviennent à des normes et conventions internationales sont imposées (violations systématiques des droits de l'homme ou du droit du travail par exemple). C'est également le cas pour les Etats sans objectif ou mesure de réduction des gaz à effet de serre ou disposant d'une politique expansive concernant le développement futur de l'énergie nucléaire.

Par la suite, le cahier des charges établit une liste de thématiques à retenir dans le cadre de la sélection des entreprises éligibles à l'investissement. Ces critères de sélection doivent permettre d'identifier les entreprises ou les émetteurs qui fournissent des produits et services positifs pour la société et l'environnement. La politique d'investissement est évaluée selon un barème qui détermine si elle prend suffisamment en compte chacune des thématiques. Le label incite également les acteurs désireux de se faire labéliser à retenir un taux de sélectivité élevé à la suite de la prise en compte de critères extra-financiers. La prise en compte des critères ESG doit conduire à une réduction de l'univers d'investissement d'au moins 50% du nombre d'émetteurs pour que le fonds puisse prétendre à la labellisation. Si ces critères aboutissent à une sélection portant sur 25% de son univers de départ, il dispose de trois points supplémentaires lui permettant d'envisager sa labélisation (cf. infra).

Le troisième pilier sur lequel repose l'écolabel autrichien est la transparence. Des informations concernant la prise en compte d'enjeux environnementaux et sociaux doivent être communiquées aux investisseurs conformément aux principes établis par l'EUROSIF dans son code de transparence. Une politique d'engagement avec les émetteurs et de vote aux assemblées générales doit également être publiée.

Au terme de l'analyse de la conformité du fonds avec le label, la somme des points pondérés par chaque critère aboutit à une notation en pourcentage qui détermine si le fonds peut être labélisé. S'il présente un nombre de points inférieur à 65% du nombre de points maximum, il ne peut être labélisé.

Des auditeurs spécialisés sont en charge d'évaluer la conformité au label qui est ensuite délivré au fonds pour une période de quatre ans. La procédure de suivi examine les éventuels changements dans la stratégie d'investissement. Le fonds doit par ailleurs informer le label de tout changement important de sa stratégie en vue, le cas échéant, de confirmer son éligibilité au label.

En 2019, 116 fonds étaient labélisés par l'écolabel autrichien pour 15 milliards d'euros d'encours sous gestion.

2.4.6. SYNTHÈSE DES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES LABELS FRANÇAIS ET EUROPÉENS (FIN 2019)

Le tableau suivant résume les chiffres clés ainsi que les principales caractéristiques des différents labels européens à fin 2019. Les rapports semestriels de Novethic²⁹ fournissent aussi un panorama détaillé des tendances en termes d'encours et des différences d'approche de chaque label.

	 Label ISR	 Label Greenfin	 LuxFLAG ESG	 Label FNG Siegel	 Nordic Swan Ecolabel	 Austrian Ecolabel	 Towards Sustainability
Création	2016	2015	2014	2015	1989 (2017*)	1990 (2004*)	2019
Initiateur	Ministère de l'économie et des finances	Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire	Luxembourg Finance Labelling Agency	Forum Nachhaltige Geldanlagen	Conseil Nordique des Ministres	Ministère de l'agriculture et environnement	Febelfin
Nombre de fonds labélisés	362**	42	101	104	32	116	410***
Actif net (en Mds€)	140**	12	40	30	11	15	175***
Périmètre	OPCVM européens, FIVG, FES et SCPI/OPCI	OPCVM et FIA européens	OPCVM et FIA européens	OPCVM distribués en Allemagne, Autriche, Liechtenstein et en Suisse	OPCVM distribués dans un pays nordique	OPCVM et FIA autrichiens ou étrangers	OPCVM et FIA européens
Taux de sélectivité	20%	Part « verte »	-	-	50%	50%	-
Taux de couverture ESG	90%	100%	100%	100%	90%	100%	100%
Exclusion	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Barème à points	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI	NON

*Création de la catégorie produits financiers

** Chiffres au 31 janvier 2020

²⁹ Novethic, Panorama des labels européens de finance durable.

2.4.7. CONSTAT GENERAL

Le mouvement de labélisation observé sur le marché de la finance durable dans la gestion collective s'est fortement accéléré au cours de ces dernières années. Le projet de création d'un label immobilier en France et le lancement récent du label Febelfin QS en Belgique témoignent de l'engouement des sociétés de gestion pour ces labels qui offrent la promesse d'une visibilité plus forte dans un marché qui reste méconnu par le grand public.

Cependant, la diversité des critères retenus entre les labels « verts » qui écartent les secteurs considérés comme nuisibles à l'environnement, comme le charbon, les activités pétrolières et gazières, et ceux qui reposent sur des ciblés de critères ESG avec des seuils plancher à atteindre pour être certifié, contribuent au manque de clarté du marché. Il en va de même pour les considérations liées au nucléaire et au gaz, qui font l'objet de traitements hétérogènes. A cet égard les textes européens sur la taxonomie devraient faciliter une possible convergence sur ces questions.

L'hétérogénéité des caractéristiques de ces différents labels ne permet pas d'avoir une vision claire de l'offre européenne en matière de prise en compte de critères extra-financiers par les OPC. Dans un marché où les frontières entre les différents pays s'atténuent, l'objectif initial de clarté recherché par les sociétés de gestion et leurs investisseurs pourrait être mis à mal par le manque de comparabilité des différents produits offerts. La multiplication des labels crée aussi des barrières à la distribution et des coûts additionnels pour les sociétés de gestion.

Les discussions au niveau européen pour la production d'un EU Ecolabel dédié à la finance durable pourront contribuer à apporter de la clarté pour les labels environnementaux existants. L'objectif est d'attirer une part importante de l'épargne vers des produits verts dont l'offre est actuellement en plein développement. A plus court terme, les dispositions introduites par la Loi Pacte dans l'assurance vie en unités de compte devraient offrir un relais de croissance des fonds labélisés auprès d'une clientèle non-professionnelle. En ce qui concerne les labels « ESG » ou « ISR », si la Commission européenne a évoqué cette possibilité dans sa consultation du printemps 2020 pour une stratégie renouvelée pour la finance durable, aucun projet pour un label « ESG » pour les fonds d'investissement n'est à ce jour sur la table³⁰.

2.5. ORGANISATION DES SGP

Comme pour ses précédents rapports, l'AMF a conduit des investigations sur les moyens déployés par les SGP pour mettre en place leur dispositif de prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (dispositif ESG). Ces investigations ont consisté en un nouveau sondage adressé aux SGP en 2019, complété par des entretiens. Une cinquantaine de SGP ont été sélectionnées par l'AMF pour répondre au sondage sur la base de critères tels que la taille, le secteur d'activité, et la proposition d'une offre ESG particulière (gamme de fonds ISR, fonds thématiques, ...). Par ailleurs, une petite dizaine de SGP ont été contactées pour des entretiens plus approfondis portant notamment sur leurs moyens.

La quasi-totalité des SGP interrogées a répondu au sondage, soit 51 SGP françaises, gérant à fin 2018 un peu plus de 1428 milliards d'euros d'actifs, représentant ainsi en termes d'encours près de 65% du marché de la gestion collective en France. Ces SGP comptent 8264 employés en ETP cumulés à fin 2018 (soit plus de 45% des effectifs des SGP françaises).

³⁰ Voir AMF, *Finance durable : les progrès réalisés et les éléments à compléter : le point de vue du régulateur*, juillet 2020.

Le taux de réponse montre **une implication accrue des SGP dans ce domaine depuis la dernière enquête**. En effet, l'échantillon utilisé dans le rapport 2017 représentait environ un tiers des interrogés (16 SGP). Aussi, les données transmises par cette population élargie ne sont pas directement comparables à celles de 2017 en termes d'évolution.

2.5.1. DISPOSITIF GLOBAL ESG

Du fait de la diversité des problématiques extra-financières (éthique, prise en compte du risque financier induit par des critères extra-financiers, prise en compte des externalités négatives des investissements, ...) les SGP doivent consacrer des moyens particuliers, externalisés ou non, à la prise en compte des aspects extra-financiers (et plus particulièrement des critères ESG) dans la gestion de leurs OPC. Cette analyse nécessite de disposer de méthodologies, d'outils et avant tout de personnes impliquées dans le processus. Sans prétendre couvrir l'exhaustivité des problématiques et des dispositifs existants, plusieurs phases du processus peuvent être distinguées :

- la collecte de données (empreinte carbone, taux d'absentéisme, existence de procédures de gouvernance, parts de chiffre d'affaire dans des activités controversées, ...), qui s'appuiera en général, comme décrit plus particulièrement pour les données carbone dans la partie 4 , sur les services des prestataires fournissant des bases agrégées ;
- l'analyse des émetteurs / des investissements, qui peut être effectuée de manière à la fois quantitative (construction de métriques à partir des données collectées) et qualitative (fourniture d'avis selon des axes de réflexion extra-financiers prédéterminés), et qui peut donner lieu à la production de scores ou de classements extra-financiers attribués aux émetteurs ou aux investissements ;
- la mise à disposition de l'information extra-financière auprès des gérants, avec l'agrégation à l'information financière « classique », ou pour élaborer le cas échéant les politiques de dialogue et de vote aux assemblées générales des émetteurs ;
- le *reporting* extra-financier, qu'il soit interne (à destination des gérants, des risques, des dirigeants), ou externe (à destination des investisseurs institutionnels ou particuliers, du public ou des autorités de supervision).

Les sections suivantes visent à décrire les moyens humains des SGP, puis leurs moyens techniques, avant de réaliser un focus sur les prestataires. Les structures gérant des classes d'actifs spécifiques (immobilier, capital investissement) sont prises en compte ici de manière globale dans les statistiques et décrites plus en détail dans les parties dédiées (cf. 3.1 et 3.2).

2.5.2. MOYENS HUMAINS : DES ORGANISATIONS VARIEES CHEZ DES ACTEURS PLUS NOMBREUX

Le dispositif ESG regroupe différentes missions : la collecte des données, l'analyse des émetteurs, la gestion, le *reporting*, les risques extra-financiers, les relations avec les émetteurs, etc. En pratique très peu de SGP procèdent elles-mêmes à la collecte des données extra-financières, les SGP préférant passer par des prestataires, ce qui reflète les difficultés bien identifiées d'accès à ces données et d'analyse, en l'absence de cadre de *reporting* harmonisé au niveau international, mais aussi au sein de l'Europe³¹. Par ailleurs, bien que près de 75% des SGP indiquent intégrer les risques ESG à leur dispositif de gestion des risques³², les directions des risques semblent encore peu ou pas impliquées dans le dispositif ESG, malgré le lancement de plusieurs projets. Ceci pourrait évoluer, notamment dans le contexte de la mise en œuvre des nouvelles obligations sur l'intégration des risques ESG au dispositif des SGP dans les réglementations OPCVM et AIFM³³ et de celles du règlement européen « SFDR » (voir ci-après).

³¹ Voir AMF *op. cit.* et la réponse de l'AMF à la consultation de la Commission européenne sur la revue de la directive extra-financière (juin 2020).

³² En pratique par une politique d'investissement excluant les émetteurs les plus controversées en amont, sur une base systématique ou bien discrétionnaire, reposant alors entièrement sur l'expertise des gérants (première ligne de défense sans seconde ligne).

³³ Les SGP et les associations professionnelles rencontrées ont à cet égard fait part à plusieurs reprises de leurs interrogations face aux attentes des régulateurs dans le domaine, compte-tenu notamment de l'approche principielle proposée par l'ESMA dans sa réponse d'avril 2019 au *call to advice* adressé par la Commission Européenne sur l'intégration des risques ESG au dispositif des SGP dans les réglementations OPCVM et AIFM. Ainsi, l'AMF n'a identifié aucune SGP qui d'elle-même aurait identifié des indicateurs de risques et des *process* pertinents de prise en compte des aspects ESG dans la gestion des risques. Je ne suis pas sûre que ça soit encore complètement vrai (cf discussions sur SFDR)

Enfin, alors que plus de 80% des SGP interrogées déclarent avoir mis en place une politique de dialogue avec les émetteurs ou de vote intégrant formellement des dimensions ESG, la plupart passe en pratique par une prestation offerte par un *proxy* conseillant des votes de résolution selon un profil défini comme « ESG ». Les équipes allouées au dispositif et analysées dans la présente partie sont donc essentiellement des équipes d'analyse ESG, de gestion, ou des équipes marketing. Les SGP ont été interrogées sur le nombre de personnes affectées à l'ESG au sein de ces différentes fonctions.

Au global, 92% des SGP ayant répondu déclarent avoir au moins une personne dédiée à l'ESG dans leur organisation (que ce soit un gérant, un analyste, un expert en marketing ou en communication ou toute autre fonction)³⁴. Parmi les ressources dédiées, les fonctions de gestion et d'analyste arrivent en tête (respectivement 44% et 38% du nombre de personnes dédiées), la fonction « marketing » représentant en moyenne 6%. Les fonctions « autres » (12%) recouvrent en pratique les postes transverses pour les petites structures (équipes en charge à la fois du développement des outils et des méthodologies, de la recherche et de la diffusion au sein de la structure, *reporting*), des postes de responsables et de dirigeants, de coordination (notamment pour les entités parties d'un groupe), ainsi que l'ensemble des salariés de filiales dédiées à la recherche extra-financière le cas échéant.

Dans 60% des cas, les SGP déclarent disposer d'analystes ESG dédiés, et dans 55% des cas de gérants ESG dédiés.

Les organisations observées divergent et on rencontre principalement deux types de modèles :

- un modèle focalisé autour de la gestion, dans lequel certains gérants développent une expertise extra-financière et sont affectés à la gestion des fonds mettant en avant des aspects extra-financiers (fonds ISR, thématiques, ...)
- un modèle centré sur l'analyse, dans lequel une équipe d'analystes (souvent regroupée au sein d'un service ou d'une direction des investissements responsables ou de l'ESG) collecte (souvent par le biais de prestataires sélectionnés suite à des *due diligences*), analyse et diffuse l'information ESG utilisée ensuite à différents niveaux par les gérants (de manière contraignante voire industrialisée pour la gestion des fonds mettant en avant un aspect extra-financier, de manière plus discrétionnaire (par « intégration ») pour les autres fonds).

Les SGP de plus grande taille privilégient en général le second modèle, le premier est plutôt appliqué par des SGP spécialistes de l'ESG de plus petite taille. Toutefois, un mouvement de convergence entre les deux modèles s'est amorcé, avec la volonté de mieux sensibiliser les gérants à l'ESG afin qu'ils prennent en compte plus souvent l'information extra-financière mise à leur disposition, et de rapprocher les analystes ESG des gérants afin qu'ils produisent une information plus adaptée aux besoins spécifiques de chaque gérant.

2.5.3. UN INVESTISSEMENT GENERALISE DANS DES OUTILS PROPRIETAIRES, DES REALITES DIVERSES

79% des SGP interrogées déclarent posséder des outils d'analyse extra-financière propriétaires (système de notations extra-financières, d'évaluation de l'empreinte carbone, etc.). Derrière la même notion d'« outil propriétaire », les réalités sont très différentes : certaines SGP, particulièrement développées dans le domaine, ou de taille importante, possèdent des outils permettant d'agréger différentes sources de données afin d'automatiser la production de scores, d'enrichir des analyses qualitatives, de mettre des données à la disposition de la gestion de manière automatisée. D'autres outils consistent en pratique à tracer l'analyse qualitative ESG effectuée sur un émetteur en l'agrégeant à l'analyse financière, ou à développer un référentiel de données extra-financières utilisé à des fins de mise en œuvre de politiques d'exclusions ou de contrôle des contraintes particulières liées à la gestion ISR.

Concernant les mandats de gestion individuels, 32% des SGP répondantes déclarent posséder une offre ESG. Celle-ci semble néanmoins être une offre « par défaut », puisqu'une très faible minorité (15%) de ces SGP dispose d'outils

³⁴ Parmi les SGP qui ne déclarent pas de ressources dédiées à l'ESG deux externalisent leur dispositif au sein d'un groupe, tandis que les deux autres, de petite taille, indiquent mettre en œuvre une approche ESG par intégration impliquant les gérants et l'ensemble des personnes, sans ressource spécifiquement dédiée à l'ESG.

(statistiques, questionnaires, profil client) formalisés permettant d’orienter la proposition d’un mandat intégrant une dimension ESG ou ISR.

2.5.4. RECOURS AUX PRESTATAIRES

Le sondage de l’AMF interrogeait les SGP sur l’identité et les missions confiées aux prestataires. Ce sondage a permis de confirmer que, comme évoqué ci-dessus et illustré plus particulièrement dans la partie 4, les SGP ont largement recours aux prestataires extra-financiers, non seulement pour la collecte de données extra-financières, mais aussi pour la construction de métriques spécifiques (calcul d’empreinte carbone de portefeuille, score d’alignement aux objectifs de développement durable fixés par l’ONU - ODD -, etc.), la production d’analyses (une note ESG est souvent accompagnée d’un rapport détaillant l’opinion d’une agence de notation extra-financière), une veille sur les controverses des émetteurs (événement spécifique affectant la qualité extra financière de l’investissement, par exemple par le non-respect de normes environnementales, sociales ou de gouvernance, par l’émetteur ou par sa chaîne d’approvisionnement), la production de *reporting*, l’accompagnement dans la mise en place de dispositifs ESG (développement d’une offre de produit « durable », mise en place d’une politique d’engagement,...).

On constate ainsi que certains prestataires, combinant plusieurs services (aide à la politique de vote, analyse ESG, bases de données, ...), sont utilisés largement par le marché. Le sondage interrogeait les SGP de manière libre sur leurs critères de sélection des prestataires. Les réponses ont été analysées sous l’angle des critères les plus utilisés. Les plus cités sont le taux de couverture du portefeuille d’investissement offert par le prestataire (un peu plus de 60% des répondants), le coût (40% des répondants), la qualité de l’analyse (38%) et l’accessibilité et la qualité des données (34%). Des éléments comme la transparence de la méthodologie et l’indépendance du prestataire reviennent moins souvent avec respectivement 15% et 9% de mentions par les SGP. Cette dispersion s’explique aussi par des besoins divers : certains SGP n’ont besoin que de données brutes pour nourrir leurs modèles internes et leurs propres travaux, quand d’autres recherchent des analyses approfondies.

Les critères de qualité de la donnée et d’indépendance ne sont pas cités en premier lieu par les SGP. Différents prestataires interrogés ont indiqué fournir des services à la fois aux entreprises émettrices (production du bilan carbone de l’entreprise, conseil stratégique) et aux sociétés de gestion (fourniture de bases de données carbone, analyses, établissement de métriques / *reporting* carbonés). Le cumul des deux activités pourrait entraîner des conflits d’intérêts (par exemple favoriser une entreprise cliente dans l’analyse fournie aux sociétés de gestion). En pratique, les prestataires interrogés ont indiqué séparer les deux activités (*Chinese wall*) afin de prévenir ces conflits d’intérêts. Parmi les SGP interrogées, une partie a indiqué considérer cet aspect comme important, une autre l’a jugé secondaire.

Par ailleurs, les SGP rencontrées (pour la plupart de taille importante) indiquent mener en amont des diligences afin d’évaluer la qualité des méthodologies de modélisation des données, ainsi que, éventuellement, l’adéquation de la méthodologie avec l’utilisation qui en sera faite. A ce titre, plusieurs SGP ont rapporté que les méthodologies des prestataires étaient sujettes à des évolutions. Le cas échéant, elles attendent de leurs prestataires une notification systématique bien que cette pratique ne fasse pas l’objet d’une disposition contractuelle entre la SGP et le prestataire. De manière générale, comme illustré dans la partie 4, les contrôles menés par les SGP sur leurs prestataires **ne sont pas systématiques et semblent limités**.

Compte-tenu de leur forte dépendance aux prestataires, non régulés, l’AMF a interrogé les SGP sur les difficultés identifiées lors de la mise en place de contrôles des prestataires ESG. Près de 60% des SGP interrogées identifient des freins à la mise en place de contrôles parmi lesquels la divergence des méthodologies entre acteurs (43% des SGP identifiant des freins), l’absence de moyens techniques, humains ou les coûts engendrés pour la SGP (23%), l’absence de transparence des prestataires eux-mêmes (20%) sont les plus souvent cités. Deux SGP appellent à une régulation de ces acteurs quand deux autres demandent une certification. Certaines réponses de SGP peuvent apparaître contradictoires : une SGP indique ainsi que les prestataires sont des tiers de confiance tout en soulignant l’existence de difficultés dans la capacité à les contrôler parce qu’elles ne sont pas régulées et que leurs méthodologies sont propriétaires et non publiques.

2.5.5. CONCLUSIONS RELATIVES A L'ORGANISATION DES SGP

Les investigations menées par l'AMF ont permis de mettre en avant **une montée de l'intérêt du sujet ESG chez les SGP**, manifesté notamment par le taux de réponse au sondage AMF, bien supérieur au précédent (proche de 100% pour un taux d'à peine un tiers pour le précédent exercice). Le dispositif des SGP reste principalement centré sur les processus d'analyse et de prise en compte des critères ESG dans la gestion. La collecte des données est encore laissée aux prestataires, à l'exception de quelques SGP, et la direction des risques n'est pas encore impliquée dans le processus. Ce constat pourrait toutefois évoluer, notamment dans le cadre de la mise en œuvre du [règlement « disclosure »](#) qui demande aux SGP de communiquer sur la prise en compte des risques en matière de durabilité dans leurs investissements (cf. 5.1.2).

Le mode d'organisation des SGP est divers en fonction de leurs moyens et de leur offre. Ainsi, certaines SGP ont constitué une direction « ESG » concentrant les initiatives en la matière et mettant à disposition des gérants l'information extra-financière, tandis que d'autres ont choisi de spécialiser directement des gérants dans le domaine. La nécessité d'une meilleure communication entre les deux gérants et spécialistes ESG pousse toutefois à une convergence entre ces modèles. Les outils sur lesquels s'appuient les dispositifs sont d'une complexité variée, allant d'une agrégation des données, métriques et analyses produit par plusieurs prestataires permettant le développement d'une méthodologie de notation propriétaire à un outil d'accompagnement formalisant l'approche qualitative des SGP. Les prestataires tiennent dans ce dispositif une place essentielle pour l'ensemble des SGP, sans que les contrôles effectués ne soient nécessairement à la hauteur, comme illustré dans la partie 4. L'AMF rappelle donc **l'obligation pour les SGP** qui mettent en avant des caractéristiques extra-financières de **mettre en place des dispositifs de contrôle de la qualité et de la cohérence des données**, y compris extra-financières³⁵.

3. CAS PARTICULIERS DE MISE EN ŒUVRE D'APPROCHES EXTRA-FINANCIERES

3.1. FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

3.1.1. INITIATIVES DE L'ASSOCIATION PROFESSIONNELLE ET CONTEXTE DE L'ETUDE

Les aspects extra-financiers, et notamment les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), sont abordés de manière croissante par certains gérants de fonds de capital investissement dans le cadre de la sélection, du suivi et de la cession de leurs participations. L'association professionnelle des gérants de capital investissement, France Invest, a par ailleurs multiplié depuis plusieurs années les travaux et initiatives en la matière, ainsi que les *UN Principles for Responsible Investment* (UN PRI).³⁶

Au-delà de ces différentes initiatives, comme dans d'autres domaines de la gestion, la prise en compte de caractéristiques extra-financières dans le capital investissement recouvre des réalités très différentes selon les acteurs.

³⁵ Obligation d'assurer à l'investisseur une information claire, exacte et non trompeuse ([article L. 533-22-2-1](#) du Code monétaire et financier) et obligations de disposer de données solides et crédibles pour la gestion des risques ([Article 321-81](#) du Règlement général de l'AMF pour la gestion d'OPCVM et article 45 du [RD \(UE\) 231/2013](#) pour la gestion de FIA).

³⁶ Guide ESG (publié en 2010 pour la première fois et mis à jour en 2018), recommandations visant à harmoniser les questionnaires ESG selon un certain nombre de principes établis entre autres par les UN PRI et la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (« TCFD ») (mises à jour en octobre 2019). France Invest publie aussi un rapport annuel ESG. Dans le domaine du climat, France Invest a établi un groupe de travail « [Initiative Climat](#) ». Celui-ci développe notamment des guides pour accompagner et sensibiliser les managers et les dirigeants des participations aux problématiques liés au climat. L'initiative compte aujourd'hui 36 signataires et a été [adoptée par les UN PRI](#) fin 2018. Par ailleurs, France Invest a publié en 2019 un [baromètre Cleantech](#) qui présente un bilan du financement de la transition énergétique et environnementale par le capital investissement français sur 10 ans. L'association a enfin publié une Charte de parité début 2020 et compte une Commission Impact dont les membres doivent adhérer à la Charte France Invest Impact.

Dans le cadre du questionnaire réalisé pour ce rapport, l'AMF a analysé spécifiquement les réponses reçues de plusieurs SGP opérant dans le capital investissement. En outre, et notamment dans le contexte de la revue de l'information « Article 173 » (cf. partie 5), l'AMF a analysé l'information disponible sur le site internet de SGP spécialisées dans le capital investissement, ainsi que la documentation commerciale et réglementaire de plusieurs fonds destinés à une clientèle non professionnelle. Enfin, des entretiens ont été menés avec quatre SGP identifiées comme particulièrement avancées dans leur démarche ESG. Cette section du rapport présente les approches mises en œuvre par les principales SGP.

Il est précisé que dans cette section, on entend par « fonds de capital investissement » les fonds communs de placement à risque (FCPR), les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et les fonds d'investissement de proximité (FIP) à destination d'une clientèle non professionnelle, ainsi que tous les fonds professionnels (FPCI, FPS, OFS, SLP ou SCR) dont l'objet consiste en une prise de participation au capital de sociétés non cotées. Cette section ne traite pas des approches relatives aux fonds d'infrastructure pouvant mettre en œuvre des approches extra-financières (par exemple financement de projets « verts », parc éolien, panneaux solaires, ...), qui sont en pratique ouverts essentiellement auprès d'une clientèle professionnelle.

A toutes fins utiles, il est rappelé que les placements collectifs de capital investissement à destination d'une clientèle d'investisseurs non professionnels entrent dans le champ de la position-recommandation AMF DOC-2020-03.

3.1.2. LES SPECIFICITES DU MARCHÉ DU CAPITAL INVESTISSEMENT FACE A L'ENJEU DE LA PRISE EN COMPTE DE CARACTERISTIQUES EXTRA-FINANCIERES

Les fonds de capital investissement sélectionnent les sociétés qui composent leurs portefeuilles à la suite de *due diligence* réalisées par les SGP elles-mêmes ou à l'aide d'éventuels prestataires. Ces *due diligence* consistent à effectuer l'ensemble des vérifications nécessaires en amont de l'investissement pour disposer d'informations fiables en vue de l'acquisition d'une part du capital de la société ciblée. Du fait qu'elles ne sont pas cotées, de plus petite taille et souvent moins structurées, les entreprises cibles des fonds de capital investissement sont soumises à des obligations de publication d'information moindres que les autres entreprises. Notamment, en ce qui concerne l'information extra-financière, les entreprises cibles ne sont le plus souvent pas soumises à l'obligation de publication d'une déclaration de performance extra-financière (DPEF)³⁷. Ainsi, afin de collecter ces informations, les SGP procèdent le plus souvent à l'envoi de questionnaires ainsi qu'à des entretiens pour mener leurs diligences sur le sujet. Compte-tenu de la diversité des secteurs d'activités, les SGP ont en pratique développé des questionnaires différenciés en fonction des acteurs afin d'assurer la pertinence des enjeux extra-financiers en fonction du profil de l'entreprise cible.

Ainsi, en comparaison de l'information extra-financière disponible pour les grandes entreprises, les SGP de fonds de capital investissement sont potentiellement en capacité de demander aux entreprises-cibles une information approfondie et plus adaptée à leurs besoins. Toutefois, la collecte de cette information nécessite d'une part que la SGP ait les moyens d'élaborer un questionnaire adapté aux problématiques de l'entreprise cible et d'autre part que celle-ci soit en capacité de répondre aux demandes de manière satisfaisante.

Dans le but d'éviter d'accroître la charge de travail pour les entreprises cibles qui disposent de moyens limités pour répondre à leurs demandes, certains acteurs du capital investissement ont entamé des travaux pour uniformiser ces questionnaires d'une SGP à l'autre. En outre, l'association professionnelle des acteurs du capital investissement contribue au développement des pratiques et initiatives de place à travers la publication d'études tels que son

³⁷ L'Article R. 225-104 du code de commerce, présentée plus en détail à la section 4 du présent rapport, prévoit des seuils d'activités afin d'être soumis à l'obligation de publication d'une DPEF : seuils d'effectifs permanent de plus de 500 salariés et de chiffre d'affaires ou de total du bilan de plus de 100 M€.

rapport annuel ESG³⁸ ou encore la diffusion d'une charte d'engagement³⁹ destinée à tous les acteurs du secteur. Enfin, lorsque plusieurs fonds investissent conjointement dans une entreprise cible, les diligences sont le plus souvent effectuées par la SGP qui envisage d'effectuer l'investissement principal, et mutualisées avec les autres SGP, qui peuvent éventuellement mener leurs propres vérifications complémentaires afin de décider de se joindre ou non au tour de table.

Dès lors, compte tenu de la nature de l'investissement, de la durée du processus d'acquisition et de l'horizon de détention de leurs participations, lorsqu'ils sont majoritaires, les acteurs du capital investissement privilégient l'accompagnement des sociétés dans la prise en compte des enjeux extra financiers sur plusieurs années sans renoncer à l'investissement dans une participation présentant au départ de moins bons résultats d'un point de vue extra financier (à l'exception de la mise en œuvre de certaines exclusions sectorielles décrites ci-dessous). L'une des spécificités du capital investissement consiste donc en l'accompagnement de l'entreprise pendant toute la durée de détention, qui est en moyenne de 5 à 7 ans. C'est généralement au cours de cette période que des actions ESG sont menées et suivies. Il est à noter que dans certains cas, le fonds peut ne pas être représenté au sein des instances de gouvernance ou ne pas être aligné avec ses co-actionnaires sur ces thématiques extra-financières. Le caractère majoritaire de la participation peut donc s'avérer déterminant.

Enfin, certains fonds de capital développement comme les fonds de capital-risque considèrent qu'il est plus difficile d'accorder un poids significatif au déploiement d'un dispositif extra-financier, dans la mesure où les principaux enjeux de ces entreprises demeurent, tant de leur point de vue que de celui des entrepreneurs, la croissance de la société et l'atteinte de l'équilibre financier.

3.1.3. LE DISPOSITIF DE PRISE EN COMPTE DE CARACTERISTIQUES EXTRA-FINANCIERES DES ACTEURS DU CAPITAL INVESTISSEMENT

La prise en compte de caractéristiques extra-financières par les sociétés de gestion les plus avancées dans le domaine concerne le plus souvent l'ensemble de leurs participations indépendamment du type de fonds ou de véhicule. Cette prise en compte est habituellement décrite dans un document mis à disposition par les sociétés de gestion sur leur site internet (charte ESG, politique d'investisseur responsable, politique d'engagement, information « Article 173 », ...). Comme détaillé dans les parties ci-dessous, la démarche ESG de ces fonds à destination d'une clientèle non professionnelle relève le plus souvent d'approches fondées sur un engagement peu significatif dans la gestion⁴⁰. La documentation commerciale et réglementaire des fonds est d'ailleurs en général peu étendue sur le dispositif ESG ce qui est conforme à la [position-recommandation DOC 2020-03](#) sur les informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières. Au regard de ce constat général, à date, certains fonds destinés à une clientèle professionnelle non couverts par cette étude, développent des approches extra-financières de plus en plus ambitieuses et rigoureuses vis-à-vis des sociétés dans lesquelles ils investissent. La déclinaison de ces approches au sein des fonds à destination d'investisseurs non professionnels pourrait les rendre éligibles aux approches fondées sur un engagement significatif, telle que définie dans le position n°2 de la [position-recommandation DOC 2020-03](#).

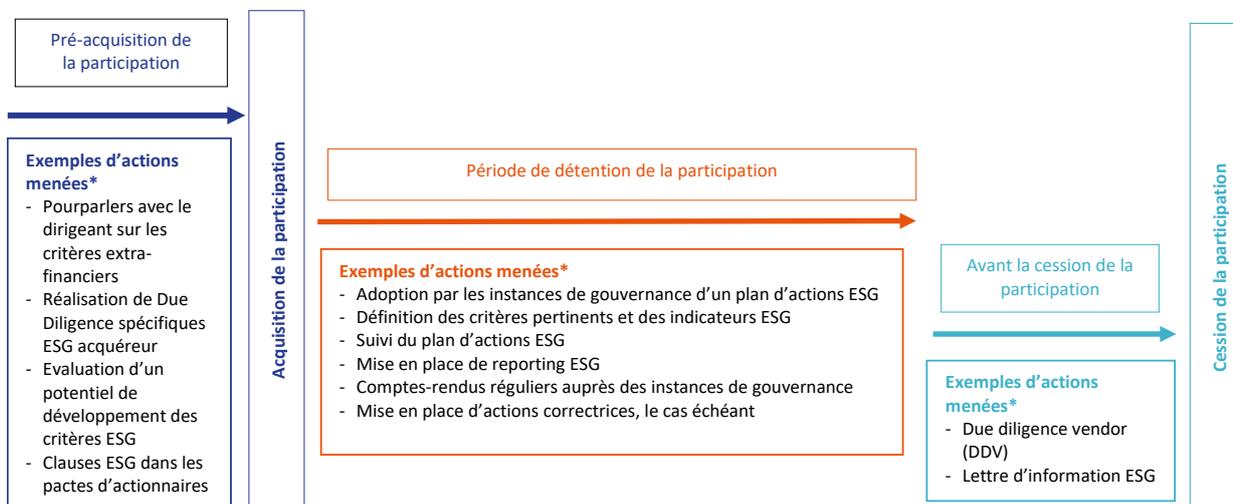
A la suite de l'analyse des documents disponibles et de divers entretiens menés par l'AMF, cette section vise à décrire le dispositif ESG mis en place par les sociétés de gestion spécialisées dans le capital investissement les plus avancées en la matière, en décomposant chaque étape du cycle d'investissement.

³⁸ 6^{ème} Rapport Annuel ESG – Exercice 2018 de France Invest en collaboration avec Deloitte, qui renseigne, chiffre et qualifie l'engagement du capital investissement français en faveur des enjeux Environnementaux, Sociaux et de bonne Gouvernance (ESG) dans les sociétés d'investissement et dans les entreprises qu'elles accompagnent.

³⁹ Charte d'engagements des investisseurs pour la croissance mise à jour en janvier 2018.

⁴⁰ Comme mentionné en introduction, l'AMF a également observé l'existence de fonds, notamment labellisés Greenfin, orientés exclusivement vers des participations thématiques « vertes » (comme par exemple le secteur des énergies renouvelables, avec des fonds investissant dans des sociétés *ad-hoc* exploitants des parcs de panneaux solaires ou d'éolien). Cette approche n'est pas investiguée ici.

A titre d'illustration, le schéma suivant présente différentes initiatives en matière de prise en compte de critères ESG par les SGP au niveau de l'entreprise cible et en fonction de chaque étape du processus d'investissement :



*Il s'agit d'exemples illustrant le panel des actions pouvant être mises en place par un fonds de capital-investissement au titre de la démarche ESG au niveau de la participation.

Source : France Invest

3.1.3.1. Exclusions en amont de l'investissement

Plusieurs sociétés de gestion rencontrées excluent en amont de leur univers d'investissement des sociétés réalisant une partie de leurs activités dans des secteurs sujets à controverses parmi lesquelles on retrouve des entreprises impliquées directement ou indirectement dans la production d'armes (controversées ou non), l'industrie du tabac, de l'alcool, du charbon, ou encore dans les secteurs des jeux d'argent, de la pornographie, de l'exploitation de fourrure, de l'exploration pétrolière et gazière, du clonage humain ou effectuant des tests sur animaux, ... Ce large panel d'exclusion reflète la diversité des approches tant au niveau des sociétés de gestion de portefeuille que des fonds eux-mêmes. Dans la pratique, l'AMF observe que les SGP définissent un socle commun d'exclusions complété d'exclusions spécifiques à certains fonds à la demande de leurs clients investisseurs, qui peuvent alors faire l'objet d'une clause contractuelle entre la société de gestion et son client. Ces politiques d'exclusion se sont développées depuis quelques années mais ne constituent pas à ce jour l'approche retenue majoritairement par tous les acteurs du capital investissement.

Le déploiement opérationnel de ces exclusions couvre également **des réalités très diverses** entre sociétés de gestion et fonds, d'une part en termes de philosophie et d'autre part en termes de processus. Ainsi, certaines SGP s'interrogent sur la contribution indirecte de l'activité de l'entreprise cible à un secteur exclu, en évaluant par exemple l'aspect déterminant de la production par l'entreprise-cible d'un sous-composant d'armement ou de cigarette électronique vis-à-vis de leur politique d'exclusion sur les secteurs de l'armement ou du tabac, là où d'autres se limitent à une politique d'exclusion sur des activités en direct. Concernant le processus, certaines SGP ne se fixent aucune obligation **contraignante** concernant l'exclusion de secteurs prédéfinis, se reposant sur l'expertise des équipes de gestion et tenant compte de la sensibilité de l'investisseur afin de déterminer si l'investissement dans une entreprise est acceptable ou non. D'autres sociétés de gestion disposent d'outils et de procédures plus formalisées permettant d'écarter certaines participations à la suite d'une étude approfondie reposant sur des données objectivables. Par exemple, un arbitrage collégial peut être systématiquement effectué en cas de doute sur le profil d'une société, ou encore l'existence d'un arbre de décision peut permettre d'orienter l'investissement. Peu d'approches normatives (par exemple définition d'un seuil d'activité maximum dans une activité controversée) ont été observées.

Bonne pratique n°1 :

L'AMF considère que constitue une bonne pratique le fait de disposer d'une procédure ou d'outils d'aide à la décision permettant de justifier l'exclusion de certains émetteurs ou secteurs d'activité.

3.1.3.2. Phase de « due diligence » ou pré-investissement

Durant cette phase, comme décrit précédemment, les SGP réalisent une analyse « ESG » de l'entreprise cible (*due diligence* ESG) généralement à travers l'envoi d'un questionnaire et/ou d'entretiens, aux côtés des *due diligence* financières classiques. Cette démarche est réalisée systématiquement pour certaines SGP, de façon plus discrétionnaire pour d'autres. A cette occasion, plusieurs sociétés de gestion rencontrées indiquent avoir recours à des prestataires de façon systématique ou en vue d'approfondir certaines métriques susceptibles d'avoir une incidence sur la valorisation de la société analysée. La donnée extra-financière extraite de cette analyse est ainsi utilisée comme l'une des mesures du risque associé à l'investissement au sein de la société.

A l'appui de ces premiers résultats, un dialogue avec les dirigeants de la société peut être engagé en vue de les sensibiliser aux enjeux extra-financiers. Cette phase permet alors d'identifier ou de confirmer les sujets ESG matériels, notamment une éventuelle implication dans des activités controversées (cf. ci-dessus), ou de préparer le terrain à la définition d'objectifs de progression extra-financiers. Certaines SGP se fondent sur des bases de données ESG afin de positionner l'entreprise cible selon un *benchmark* sectoriel pour les aider à identifier les enjeux (par exemple un historique de taux d'accident de travail sur l'ensemble des entreprises dans lesquelles la SGP a fait investir ses fonds). En pratique, il est observé que la quasi-totalité des SGP ont un socle commun de critères relatifs à la bonne gouvernance de l'entreprise et à la santé/sécurité au travail. Par ailleurs, les SGP se focalisent sur quelques critères considérés comme les plus importants en fonction de la taille et de l'activité de l'entreprise cible. Ainsi, selon le secteur d'activité de l'entreprise cible, l'analyse sera davantage axée sur la dimension environnementale, sociale ou sa gouvernance.

3.1.3.3. Phase de décision d'investissement

Au moment de la décision d'investissement, les aspects extra-financiers sont intégrés à la décision généralement comme un outil de mesure du risque associé à l'investissement dans la participation. Les gérants demeurent toutefois libres, pour l'ensemble des SGP interrogées par l'AMF, de sélectionner des entreprises cibles indépendamment du résultat de l'analyse extra-financière effectuée au cours de la *due diligence* ESG. Les diligences extra-financières viennent nourrir l'analyse globale réalisée sur la société cible au moment de la phase de décision d'investissement sans pour autant que, dans la grande majorité des cas, ces analyses ne soient à elles seules déterminantes pour écarter une entreprise cible⁴¹. Elles peuvent néanmoins constituer un frein dans la décision d'investissement en fonction de la matérialité de l'enjeu (notamment sur la pérennité et/ou la valorisation de l'entreprise) et de la capacité de l'entreprise à se transformer. Ainsi, des exemples d'opportunités d'investissement écartées de façon exceptionnelle pour des considérations extra-financières ont été évoquées par certains acteurs. Par ailleurs, il convient de souligner la capacité d'action des acteurs du capital investissement afin d'encourager l'entreprise dont les *due diligences* ESG en amont de l'acquisition seraient jugées médiocres à se transformer en lui permettant de prendre conscience de l'enjeu de ces problématiques extra-financières. Cette capacité d'action est en particulier renforcée lorsque le fonds détient une participation majoritaire dans le capital de l'entreprise.

Les sociétés de gestion les plus actives dans le domaine peuvent également mettre en place des démarches afin d'accompagner l'entreprise cible dans l'amélioration des enjeux considérés comme majeurs, par exemple par l'insertion de clauses spécifiques au pacte d'actionnaires ou d'avenants (ou *side letters*). En fonction des SGP, ces engagements peuvent être plus ou moins formalisés et quantifiés (par exemple, l'engagement peut porter sur la mise en place de moyens pour lutter contre l'absentéisme, ou sur un objectif chiffré de diminution du taux

⁴¹ Hormis l'implication dans les activités jugées controversées identifiées lors de la phase d'exclusion, cf. *supra*.

d'accident de travail). La démarche s'avère donc spécifique à chaque cas d'investissement et ne peut aisément faire l'objet d'une comparaison.

Bonne pratique n°2 :

L'AMF considère que constitue une bonne pratique le fait de formaliser la démarche de prise en compte des enjeux ESG par les acteurs du capital investissement au travers de clauses spécifiques au pacte d'actionnaires ou d'avenants (*side letters*).

3.1.3.4. Phase de détention de la participation

La période de détention de la participation est une phase cruciale pour la transformation de l'entreprise et l'intégration opérationnelle des critères extra-financiers. La plupart des SGP déclarent, au sein de leur politique dédiée, effectuer un suivi des performances extra-financières à la suite de l'acquisition de la participation dans l'entreprise cible. Ce suivi se matérialise par la poursuite d'un dialogue avec l'entreprise incluant la prise en compte de thématiques extra-financières et le suivi d'objectifs extra-financiers éventuellement fixés avec les dirigeants de l'entreprise au moment de l'investissement. La SGP peut également à cette occasion effectuer un suivi des controverses touchant la participation ou développer des outils de suivi comme par exemple l'organisation de points périodiques sur les KPI (*Key Performance Indicator*) ESG par les organes de gouvernance ou encore mettre en place des outils collaboratifs sur quelques critères ESG entre chaque participation et la SGP. En outre, certaines SGP procèdent à l'envoi d'un questionnaire périodique aux participations, fondé notamment sur le suivi d'indicateurs de mesure des performances extra-financières. L'analyse de ce questionnaire peut se traduire par un rapport formel comprenant notamment l'identification des marges d'amélioration de la participation. A cet égard, certaines SGP ont mené un travail visant à faire émerger une base commune d'indicateurs ESG pertinents. Cette base demeure cependant réduite du fait de la diversité des secteurs et des situations des entreprises. Les outils mis à la disposition des acteurs du capital investissement français par France Invest et les UN PRI ont permis l'internalisation des fonctions en charge de l'ESG pour les acteurs les plus avancés dans le domaine. Cette tendance a pour effet de réduire l'intervention de prestataires externes bien que certaines SGP ont mentionné demander en cours de vie des revues par des tiers de leurs participations sur des aspects extra-financiers.

La plupart des SGP utilisent l'ensemble de ces éléments afin de fournir à leurs investisseurs un **reporting ESG** (le plus souvent dans un rapport dédié). Des divergences sont observées sur le contenu de ces rapports : certains rapports présentent des indicateurs agrégés au niveau du portefeuille (par exemple le nombre de participations en portefeuille disposant de certifications environnementales, la proportion de femmes salariées au sein des participations, ...) tandis que d'autres, mettant en avant la très grande diversité des secteurs d'activité des participations qui ne permettraient pas la constitution pertinente d'indicateurs agrégés, préfèrent présenter des exemples individuels d'évolution ESG (adoption d'une norme ISO par une participation, suivi dans le temps d'un indicateur, ...).

Pour l'ensemble des SGP interrogées, l'AMF a observé que la dégradation de la situation extra-financière de la participation, voire la non-réalisation des objectifs extra-financiers fixés en amont, **ne constituaient pas** à eux seuls des éléments remettant en cause la participation ou entraînant le remplacement de l'équipe dirigeant la participation. Les sociétés de gestion spécialisées dans le capital investissement précisent vouloir se concentrer sur l'accompagnement des entreprises en vue de leur permettre de créer de la valeur. Des actions correctives peuvent être menées en cas d'incapacité à gérer des enjeux matériels mais l'éviction de l'équipe dirigeante ou la cession anticipée de la participation pour des considérations extra-financières n'a été que très rarement observée. Il est à noter que l'éviction d'une équipe dirigeante d'une participation est soumise à des règles contraignantes qui peuvent avoir des conséquences juridiques et financières lourdes pour l'entreprise, ce qui peut expliquer que cette mesure reste exceptionnelle. Ces éléments peuvent toutefois jouer, aux côtés d'éléments financiers, dans le cadre par exemple d'un second tour de table pour augmenter la prise de participation. La liquidité des actifs sous-jacents

laissant peu de possibilités aux SGP pour remettre en cause leurs décisions d'investissement en cours de vie, les approches de prise en compte de critères extra-financiers dans cette classe d'actifs pourraient davantage passer par des diligences renforcées en amont de la phase d'investissement bien que la période de détention demeure un levier d'action important pour ces acteurs.

Bonne pratique n°3 :

Pour les cas où le gérant est actionnaire majoritaire d'une société pour laquelle une démarche ESG a été mise en place, l'AMF considère que constitue une bonne pratique le fait de définir des objectifs à atteindre et de mesurer au cours du temps les résultats de cette démarche sur les différents enjeux ESG considérés comme pertinents.

3.1.3.5. Phase de sortie

A l'occasion de la revente de la participation, les entretiens menés avec les SGP ont montré que l'enjeu financier inhérent à la phase de sortie prend généralement le pas sur les objectifs extra-financiers déterminés en amont et suivis lors de la détention de la participation. Certaines informations extra-financières sont mises à la disposition des acquéreurs. Cependant, peu de sociétés de gestion présentent l'ensemble de ces analyses extra-financières. Certains acteurs communiquent néanmoins dans leur politique d'investissement sur la mise en place occasionnelle d'une « *ESG Vendors Due Diligence* » réalisée par un prestataire externe afin de donner un point de vue indépendant (« **ESG VDD** »), d'un reporting extra-financier ou plus généralement d'informations RSE partagées directement par la participation et mises à la disposition des acquéreurs au moment de la cession. L'ESG VDD se traduit par un audit ou une revue à l'initiative des actionnaires qui vise à présenter une information sur les performances extra-financières de la cible. Elle vise principalement à réaliser un « avant – après » de la situation extra financière afin de valoriser les efforts entrepris par la participation accompagnée par la SGP, et potentiellement mettre en évidence une éventuelle création de valeur générée par cette démarche. Les acheteurs potentiels sont ainsi informés de l'avancement de la cible en matière de prise en compte des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Bonne pratique n°4 :

La mise à disposition auprès d'éventuels acquéreurs d'informations relatives à la situation extra-financière d'une société au sein de laquelle une SGP détient une participation au moment de sa cession est considérée par l'AMF comme constituant une bonne pratique.

3.1.3.6. Cas particulier des fonds de fonds

Dans le cas des fonds de fonds où les SGP sont indirectement exposées aux participations en investissant dans d'autres fonds de capital investissement, le dispositif ESG mis en place par la SGP du fonds repose sur le gestionnaire du fonds cible et non sur les participations en direct.

La SGP s'assure alors dans un premier temps que la politique d'exclusion sectorielle du fonds cible est cohérente (*a minima* aussi contraignante) avec sa propre politique. Ensuite, la SGP intègre l'évaluation ESG du gestionnaire du fonds cible dans son processus de sélection du fonds. Cette évaluation ESG peut être déterminée par des entretiens et à partir d'un questionnaire complété par le gestionnaire du fonds cible, qui peut porter tant sur sa propre performance en termes de responsabilité sociale et environnementale que sur sa politique d'investisseur responsable. Durant la phase de détention de parts de fonds, la SGP peut, par exemple, assurer un suivi⁴² des

⁴² Egalement à travers un questionnaire périodique ou une plateforme de collecte de données (cas observé pour une SGP, ce type d'outil permet de faciliter la collecte) à destination des gestionnaires des fonds cibles et des participations sous-jacentes.

indicateurs ESG de ses investissements. Ces indicateurs, qui peuvent par la suite être communiqués aux clients, rendent compte des pratiques ESG des gestionnaires des fonds cibles ainsi que de la performance extra-financière des participations sous-jacentes.

Ainsi, comme pour les investissements en direct, la démarche des SGP de fonds de fonds procède d'une approche **par intégration non contraignante**. Une démarche ESG considérée médiocre ou inexistante n'est généralement pas une condition suffisante pour renoncer à investir. Elle peut néanmoins constituer le point de départ d'un dialogue qui aura vocation à accompagner le gestionnaire dans l'amélioration de ses pratiques. L'approche est donc très similaire à celle des investissements en direct.

3.1.3.7. Vue d'ensemble des dispositifs ESG des SGP

Comme identifié tout au long de cette partie, la prise en compte des caractéristiques extra-financières dans l'étude des entreprises cibles implique des moyens et des compétences (mise en place d'un questionnaire ESG dédié adapté à chaque secteur, collecte et analyse de l'information, organisation d'entretiens, diffusion auprès des gérants et sensibilisation, ...). L'AMF note ainsi deux typologies principales de dispositifs ESG au sein des SGP :

- les sociétés de gestion les plus importantes ou spécialisées qui mettent en place un dispositif tel que celui décrit ci-dessus ;
- les sociétés de gestion, souvent de taille modeste, qui n'étudient pas les enjeux extra-financiers en tant que tels et qui sporadiquement analysent des enjeux extra-financiers comme un risque potentiel susceptible de déprécier la valeur d'une entreprise.

3.1.4. CONCLUSION

Comme montré tout au long de la présente partie, les approches ESG des fonds de capital investissement destinés à une clientèle non professionnelle analysés à ce stade, au-delà des fonds thématiques non couverts par les investigations⁴³, consistent essentiellement en :

- une politique d'investissement fondée sur (i) des exclusions sectorielles ou normatives, selon des modalités qui peuvent varier d'une SGP à l'autre et qui induisent en pratique une approche qualitative experte et (ii) une approche par intégration axée sur le dialogue et la sensibilisation de l'organe de direction des entreprises tout au long du cycle de vie de l'investissement (due diligence, suivi, cession) ;
- une politique d'engagement par la mise à l'agenda de sujets extra-financiers avec les participations et éventuellement la mise en place d'objectifs d'améliorations, chiffrés ou non. Toutefois, compte-tenu notamment de la très faible liquidité des actifs, l'absence de réalisation des objectifs n'entraîne pas de conséquence engageante pour la gestion du fonds dans la plupart des cas observés.

Par opposition aux démarches d'investissement responsable développées sur les fonds composés d'émetteurs de valeurs mobilières cotées qui consistent en la sélection, au sein d'un univers d'investissement, des sociétés les plus engagées ou les mieux notées en matière de pratiques environnementales, sociales et de gouvernance, l'approche des SGP dans le capital investissement *retail* est axée sur **l'accompagnement et la sensibilisation aux enjeux extra-financiers de chaque participation et de leurs dirigeants**. Ainsi, en dehors des approches thématiques ou d'infrastructures (éventuellement labellisées Greenfin dans le domaine environnemental), qui sont en pratique encore commercialisées à ce jour essentiellement auprès d'une clientèle professionnelle, la plupart des politiques d'investissement ESG des fonds de capital investissement distribués à une clientèle non-professionnelle observés **ne sont pas considérées, à ce stade, comme des approches fondées sur un engagement significatif dans la gestion au sens de la position-recommandation AMF 2020-03**. Ce constat est d'ailleurs cohérent avec les observations des services de l'AMF qui montrent que les documents réglementaires et commerciaux des fonds revus dans le cadre de cette étude ne mettent pas en avant de manière excessive la prise en compte de critères extra-financiers. Néanmoins, quelques acteurs du capital investissement développent **des politiques engagées en matière ESG tant à leur niveau que vis-à-vis de leurs participations en particulier au moment de la phase de détention**. Leur

⁴³ Fonds destinés essentiellement aux professionnels investis dans des infrastructures ou des entités thématiques (par exemple des sociétés spécialisées ou des projets dédiés aux énergies renouvelables).

capacité à faire évoluer et à transformer les participations peut donc, s'ils s'en donnent les moyens, influencer de manière significatives les entreprises dans une logique de développement durable. C'est en particulier le cas de certains fonds d'investissement à impact (*impact investing*), segment du capital investissement en pleine expansion et généralement dédiés à une clientèle d'investisseurs professionnels (cf. 2.3.1).

Bien que la majorité des fonds de capital investissement à destination d'une clientèle d'investisseurs non professionnelle ne communiquent pas de manière centrale sur leur approche extra-financière, l'AMF rappelle que **la position-recommandation AMF n°2020-03** s'applique à ces fonds. A cet égard, à date, les services de l'AMF ont entamé des discussions préliminaires avec quelques acteurs sur le développement de produits à destination d'une clientèle non-professionnelle investissant sur du non coté et développant des approches novatrices ouvrant droit à une communication réduite voire centrale au titre de la position-recommandation 2020-03.

Pistes de travail pour les acteurs et la Place

Dans le contexte d'un intérêt croissant des acteurs pour les problématiques liées à la prise en compte de caractéristiques extra-financières, l'AMF encourage les gérants de fonds de capital investissement à destination d'une clientèle non professionnelle à développer des approches permettant d'attester de manière objective et formalisée du caractère significatif et engageant de leurs approches extra-financières, en conformité avec les dispositions de la position-recommandation 2020-03. Ces acteurs pourraient, pour ce faire, tirer parti de leurs spécificités, et notamment leur connaissance fine des entreprises investies et l'influence qu'ils peuvent y exercer.

Enfin, l'AMF souligne que les dispositifs mis en place par les sociétés de gestion tels que ceux décrits plus hauts ne sont pas toujours décrits exhaustivement dans l'information « article 173 », ce qui ne permet pas toujours à l'investisseur d'apprécier l'ensemble des efforts mis en œuvre par les SGP. Des progrès pourraient être réalisés dans ce domaine.

3.2. FONDS IMMOBILIERS

3.2.1. CONTEXTE

Les sociétés de gestion spécialisées dans la gestion d'OPC immobiliers n'échappent pas à la tendance croissante de prise en compte d'éléments extra-financiers dans leurs processus d'investissement. Ainsi, de plus en plus de sociétés de gestion déclarent s'appuyer sur des métriques traduisant la performance extra-financière d'un actif immobilier pour définir son potentiel de rendement. En effet, la performance énergétique d'un bâtiment, sa consommation en eau ou encore sa capacité à offrir un confort aux locataires sont autant d'éléments qui contribuent à la rentabilité future d'un bien immobilier.

Cette partie met ainsi en lumière les spécificités du marché français de la gestion de fonds immobiliers face à l'enjeu de la prise en compte de critères extra-financiers.

Par fonds immobiliers sont entendus les véhicules destinés à une clientèle non-professionnelle comprenant les Sociétés Civiles de Placements Immobiliers (SCPI) et les Organismes de Placements Collectifs Immobiliers (OPCI) ainsi que les Autres FIA investissant dans des actifs immobiliers similaires.

A toutes fins utiles, il est rappelé que les OPC immobiliers à destination d'une clientèle d'investisseurs non professionnels ainsi que les Autres FIA entrent dans le champ de la position-recommandation AMF n°2020-03.

3.2.2. LE MARCHÉ FRANÇAIS DE LA GESTION DE FIA IMMOBILIERS

En novembre 2020, l'AMF recensait 135 sociétés de gestion habilitées à gérer des actifs immobiliers soit près de 20 % des sociétés de gestion françaises pour un encours cumulé de près de 70 Mds € de SCPI et d'OPCI à la fin de l'année 2019.

La gestion de fonds immobiliers réunit autour des SGP des acteurs traditionnels du marché immobilier (promoteurs, notaires, bureaux d'études, géomètres, architectes, responsables de la gestion et de la maintenance des actifs immobiliers...). Ainsi, autour de la société de gestion de portefeuille en charge de la structuration et de la gestion du portefeuille d'actifs immobiliers constitué au sein de chacun de ses fonds, différentes parties prenantes participent au bon fonctionnement d'un dispositif dont la société de gestion se porte garante pour le compte de ses investisseurs. Le *property manager* se charge par exemple de la gestion quotidienne de l'actif immobilier au bénéfice de ses occupants et le *facility manager* s'attache à la maintenance des bâtiments. L'ensemble de ces prestataires auxquels il faut ajouter les experts immobiliers en matière d'évaluation et de valorisation des actifs immobiliers pour le compte des OPC, concourent à la viabilité de cette industrie. Ces différents prestataires jouent un rôle clef dans la collecte des données extra-financières des biens immobiliers.

3.2.3. SPECIFICITE DU MARCHÉ FACE A LA PRISE EN COMPTE DE CRITERES EXTRA-FINANCIERS

Les biens immobiliers sont encadrés par un nombre important de normes, labels et certifications relatifs notamment aux critères environnementaux et, dans une moindre mesure, sociaux et de gouvernance, portant essentiellement sur l'immobilier neuf. Toutefois, l'essentiel du parc immobilier reste constitué d'immeubles anciens qui ne sont pas au même niveau de performance. Il existe donc une forte hétérogénéité de la performance extra-financière entre les biens immobiliers neufs et anciens. Dans ce contexte, une sélection des actifs les mieux notés d'un point de vue extra-financier, comme cela se pratique pour les gestions ISR de valeurs mobilières, aurait pour incidence de ne sélectionner que les biens immobiliers neufs conformes aux normes et certifications les plus récentes. Une telle sélection viendrait alors rediriger les capitaux vers les immeubles déjà performants, alors qu'un des enjeux majeurs identifié par le secteur, notamment au regard de la transition énergétique, porte sur **l'amélioration des caractéristiques extra-financières des immeubles anciens.**

Or, dans le cadre de leur gestion des biens, les sociétés de gestion sont en capacité notamment de réaliser des travaux de rénovation afin d'améliorer l'efficacité énergétique des bâtiments⁴⁴. Ainsi, l'AMF observe que les sociétés de gestion immobilières ont développé un type d'approche spécifique dite « *Best-in-progress* » permettant de traduire un objectif d'amélioration d'un actif sous un angle extra-financier. Cette approche se différencie de l'approche *Best-in-class* utilisée traditionnellement dans les gestions de valeurs mobilières, qui apparaît marginale dans le domaine de l'immobilier⁴⁵ (essentiellement la sélection d'immeubles neufs...).

L'enjeu environnemental apparaît prédominant pour les fonds immobiliers intégrant une dimension responsable. Celui-ci étant essentiellement focalisée sur l'efficacité énergétique des biens ou les émissions de gaz à effet de serre issues de leur consommations énergétique (e.g. *via* le Diagnostic de Performance Energétique, « **DPE** » dont les modalités d'établissement sont règlementées⁴⁶) et de leur consommation d'autres ressources (consommations d'eau, traitement des déchets...).

Cet enjeu n'exclut cependant pas la prise en compte d'autres considérations sociales et sociétales (confort, santé/sécurité, redynamisation des centres urbains...) prises en compte de manière croissante par les sociétés de gestion du secteur. Par exemple, la redynamisation des centres urbains semble être un levier tangible pour les investisseurs immobiliers afin de contribuer positivement à l'enjeu social de développement durable. Cette démarche s'intègre aussi dans le [Programme Action cœur de ville](#)⁴⁷ de l'Etat qui vise à inciter les acteurs de l'immobilier à investir dans les centres-villes d'agglomération de taille moyenne. Cependant, l'appréciation et la mesure objective de l'impact social d'un investissement immobilier dans des commerces, restaurants, logements, centres culturels, etc. peuvent s'avérer complexes.

Enfin, l'enjeu de gouvernance reste le moins évident à appréhender par les sociétés de gestion qui l'intègrent au travers du contrôle de la politique ESG des prestataires des biens ou encore dans certains cas par leur propre performance RSE. De ce point de vue, la mise en place d'une politique RSE est un préalable nécessaire à la bonne gouvernance d'un actif immobilier par une SGP. Néanmoins, la performance RSE de la SGP ne saurait être considérée comme le seul critère permettant d'analyser la bonne gouvernance d'un actif immobilier. En outre, la prise en compte de ce critère pose un problème de conflit d'intérêt puisque la SGP serait à la fois juge et partie quant à la bonne gouvernance du bien. Ainsi, il apparaît plus objectif de procéder à une analyse extra-financière portant sur l'actif et ses parties prenantes (tiers participants à la gestion du patrimoine de l'OPC) plutôt que sur la SGP elle-même.

Mauvaise pratique n°1 : Applicable aux fonds immobiliers

L'AMF considère que constitue une mauvaise pratique le fait de présenter la performance RSE d'une société de gestion, même analysée par un organisme tiers de façon indépendante, comme un critère de « bonne » gouvernance d'un actif immobilier.

3.2.4. ORGANISATION DES SOCIÉTÉS DE GESTION DANS LE CADRE DE LA PRISE EN COMPTE DE CARACTÉRISTIQUES EXTRA-FINANCIÈRES DE LEURS ACTIFS IMMOBILIERS

Dans le cadre du développement de standards communs pour la prise en compte de caractéristiques extra-financières dans la gestion d'OPC immobiliers, plusieurs initiatives de place ont été lancées. Ainsi, en 2016, les

⁴⁴ Ce faisant, l'ASPIM propose au travers de sa charte une liste de bonnes pratiques à adapter à l'objectif de la société de gestion visant la sélection de biens « à améliorer » qui participeront aux efforts de réduction de l'empreinte énergétique du parc immobilier.

⁴⁵ Elle se traduit alors par la sélection des immeubles aux performances environnementales ou sociales les plus élevés.

⁴⁶ La DPE doit être établie en cas de construction pour les bâtiments neufs depuis le 30 juin 2007 (date du permis de construire) vente depuis le 1^{er} septembre 2006, en cas de location depuis le 1^{er} juillet 2007, dans les annonces immobilières depuis le 1^{er} janvier 2011. Voir le [site du ministère de la transition écologique et solidaire](#)

⁴⁷ A travers ce plan, l'Etat mobilise 5 Mds € sur cinq ans pour améliorer les conditions de vie des habitants des villes moyennes et conforter le rôle de moteur de ces villes dans le développement du territoire.

adhérents de l'Association française des sociétés de placement immobilier (ASPIM) ont adopté une charte de l'investissement responsable partageant des principes et critères auxquels peuvent se référer les sociétés de gestion dont l'ambition est de gérer un ou plusieurs fonds « conformément à une politique ISR ».

D'autre part, l'Observatoire de l'Immobilier Durable (OID) est une association indépendante rassemblant des acteurs privés et publics du secteur immobilier⁴⁸. L'objectif de l'OID consiste à diffuser les meilleures pratiques relatives à l'immobilier durable à travers par exemple la publication de baromètres ou de guides. L'OID développe, par ailleurs, des outils collaboratifs destinés aux professionnels de l'immobilier dont une plateforme de collecte des données de performance énergétique des actifs immobiliers.

Parallèlement à ces initiatives de place, plusieurs sociétés de gestion parmi les plus importantes en termes d'encours sous gestion ou particulièrement concernées par ces problématiques s'engagent de manière individuelle à travers la publication de chartes répertoriant des objectifs « durables » tels que la réduction d'émission de gaz à effet de serre (GES), la maîtrise des risques climatiques, l'engagement « responsable » des parties prenantes ou encore la santé et la sécurité des locataires.

Dans le cadre de ses travaux concernant la prise en compte de caractéristiques extra-financières par des sociétés de gestion spécialisées dans l'immobilier, l'AMF a recensé les moyens consacrés par les sociétés de gestion à partir d'entretiens et de questionnaires. Cependant, cette étude ne portant que sur un périmètre restreint de cinq acteurs parmi les plus importants du secteur et les plus actifs sur les sujets extra-financiers, elle ne traduit pas l'approche générale retenue par l'ensemble des sociétés de gestion.

Sur le plan organisationnel, les sociétés de gestion mettent en place des équipes de deux à trois personnes en charge de la structuration de la politique d'investissement responsable et de l'analyse extra-financière des actifs immobiliers de la société de gestion. Certaines des sociétés de gestion de l'échantillon développent des outils propriétaires d'analyse et de notation ESG. Une SGP rencontrée a ainsi développé un outil d'audit spécifique permettant d'attribuer une note ESG à tous les actifs de ses portefeuilles.

Par ailleurs, la collecte des données s'avère parfois difficile notamment lorsqu'elle porte sur des données de consommation des locataires (confidentialité, accessibilité, fiabilité...). De ce fait, elle est souvent déléguée à des prestataires de type auditeurs techniques et *property managers*, notamment au travers de la transmission de questionnaires. D'autres sociétés de gestion indiquent s'appuyer sur un unique prestataire en charge de l'analyse extra-financière des actifs immobiliers. L'AMF observe que ce recours aux prestataires se généralise pour le suivi, le reporting des données (énergétiques notamment), les audits énergétiques et parfois l'accompagnement stratégique dans la définition de critères extra-financiers.

Recommandation n°1 : Applicable aux fonds immobiliers

Lorsque des métriques extra-financières (par exemple consommation énergétique, consommation en eau, émissions de gaz à effet de serre, ...) sont intégrées à l'objectif de gestion du fonds ou font l'objet d'engagements par la SGP sur leur amélioration, leur fiabilité est déterminante afin d'assurer le caractère clair, exact et non trompeur de l'information fournie aux investisseurs. En conséquence, lorsque les SGP ont recours à des prestataires, l'AMF leur recommande de réaliser des contrôles par échantillonnage des données fournies par les prestataires (par exemple selon une fréquence annuelle) dont les résultats pourront être pris en considération à l'occasion de leur renouvellement. Ces contrôles peuvent s'inscrire dans le cadre du processus de contrôle plus général de la SGP et être adaptés en fonction de la nature des différentes sources de données et des différents niveaux de risque associé.

D'un point de vue opérationnel, pour leurs fonds en approche *Best-in-progress* et *Best-in-class*, l'AMF a observé de ses échanges avec les acteurs que les SGP adoptent une démarche d'analyse ESG consistant, dans la plupart des cas observés, à réaliser un audit de pré-acquisition sur les immeubles. Une cartographie de leur parc immobilier

⁴⁸ Dont des sociétés de gestion de portefeuille, des sociétés foncières, des assureurs institutionnels, des groupes industriels, des prestataires ainsi que des partenaires publics.

global peut également être réalisée après chaque acquisition et/ou de manière régulière. Relativement aux immeubles neufs disposant déjà de bonnes performances environnementales et potentiellement sociales, qui les rendent éligibles aux stratégies de type *best-in-class*, les SGP doivent veiller au maintien de ces bonnes performances. Par ailleurs, elles identifient les axes d'amélioration sur l'immobilier ancien dans le cadre de leur approche *Best-in-progress*.

3.2.5. OFFRE DES SOCIÉTÉS DE GESTION EN MATIÈRE DE PRISE EN COMPTE D'ENJEUX EXTRA-FINANCIERS

3.2.5.1. Stratégie d'intégration ESG

Malgré une volonté commune de s'inscrire dans une démarche d'amélioration pour la plupart des sociétés de gestion, l'AMF observe que les stratégies et politiques d'investissement responsable des acteurs de l'immobilier demeurent très diverses.

Ainsi, bien que ces OPC communiquent sur la prise en compte de critères extra-financiers dans leur gestion, celle-ci **se traduit le plus souvent par une politique d'intégration non engageante et non significative** pour la gestion au sens de la [position-recommandation DOC 2020-03](#) en ce qu'elle n'oblige généralement pas les gérants à écarter tout ou partie des actifs immobiliers présentant les caractéristiques extra-financières les moins bonnes ou par exemple à procéder à des améliorations des qualités extra-financières de tout ou partie de ceux-ci.

Pour autant, **l'AMF note que plusieurs SGP font la promotion d'approches non engageantes dans les DIC/DICI et documentations commerciales de SCPI et OPCI qu'elles gèrent**. En application de la position n°2 mentionnée à la position-recommandation DOC-2020-03, compte-tenu de l'approche par intégration adoptée, une telle présentation est considérée comme **disproportionnée** au regard du dispositif extra-financier mis en place et ces démarches ne doivent donc pas être présentées de manière dans les DIC/DICI et documentations commerciales de SCPI et OPCI.

Cette approche d'intégration est elle-même variable. En effet, certains acteurs réalisent une cartographie de chacun de leurs actifs à l'aide d'auditeurs techniques en charge du recueil des informations nécessaires à l'établissement du descriptif extra-financier de l'immeuble (principaux postes d'émissions, bilan carbone...). D'autres ne prennent en compte des critères extra-financiers que sur une partie de leurs encours sans objectif spécifique et sans que cette précision ne soit réalisée dans leurs différentes documentations mentionnant la prise en compte de ces critères extra-financiers.

3.2.5.2. Autres principales stratégies de prise en compte de critères extra-financiers dans le cadre de la gestion d'OPC Immobiliers

L'approche la plus fréquemment utilisée de prise en compte engageante et significative de critères extra-financiers est l'approche *best-in-progress* traduisant une volonté d'amélioration des actifs en portefeuille.

Celle-ci est effectuée de manière variable par les acteurs et recouvre de niveaux d'ambition différents :

- Certains fonds immobiliers peuvent définir des objectifs quantitatifs d'amélioration de la performance extra-financière **ex ante sur chaque bien** immobilier (par exemple : réduction quantifiée de la consommation d'énergie primaire de référence et/ou de la consommation d'eau) ;
- D'autres fonds peuvent définir des objectifs de démarches d'efficacité énergétique ou de respect du locataire se traduisant par des objectifs quantifiés d'atteinte de notes de DPE et de respect des locataires **à l'échelle** du portefeuille (méthode développée en interne par les SGP).

Ces approches reposent donc sur la définition d'indicateurs quantifiables et d'un horizon de temps. Toutefois, sur la base de l'échantillon de fonds qu'elle a examiné, l'AMF n'a pas observé d'OPC :

- qui formule des objectifs quantifiés dans ses documents règlementaires. Ceux-ci sont en pratique formulés dans des documents *ad hoc*, ce qui est contraire à la position n°4 de la Position-recommandation

n°2020-03 qui indique que seules des précisions d'éléments déjà présents dans la documentation légale peuvent être apportées dans la documentation commerciale afin de respecter le caractère clair, exact et non trompeur de l'information ;

- qui présente des comparatifs ou illustrations permettant d'apprécier le caractère significatif des objectifs fixés. Il est dès lors difficile d'apprécier le caractère significatif de l'approche retenue par les SGP ce qui limite l'appréciation de ce critère mentionné à la position n°2 de la position –recommandation n°2020-03.

Par ailleurs et, pour garantir le caractère clair, exact et non trompeur de l'information délivrée, l'Autorité émet une recommandation.

Recommandation n°2 : Applicable aux fonds immobiliers

Pour les fonds développant une approche *Best-in-progress*, l'AMF recommande qu'une présentation d'objectifs d'amélioration (chiffrés ou objectivables) à horizon défini soit effectuée et suivie par la SGP au travers :

- d'une revue annuelle de l'avancement des objectifs annoncés ;
- d'une explication par la SGP de l'atteinte ou non de l'objectif annoncé au terme de l'horizon prédéfini.

Dans l'hypothèse où l'objectif ne serait pas atteint, il est recommandé que la SGP justifie la non-réalisation de cet objectif. Cette revue annuelle ainsi que les explications associées sur l'atteinte ou non des objectifs fixés peuvent être communiquées aux investisseurs dans un rapport du fonds (rapport annuel, rapport ESG ou autre).

L'approche *best-in-class* est généralement utilisée pour les fonds immobiliers thématiques. A ce titre, la détention d'actifs immobiliers neufs répondant aux normes environnementales les plus récentes correspond à une part significative des actifs détenus par les OPC adoptant cette stratégie. Il s'agit alors le plus souvent de biens neufs respectant des normes en vigueur (e.g. label Bâtiment Basse Consommation). Le maintien des bonnes performances extra-financières des actifs en portefeuille constitue également un des enjeux pour les SGP développant cette approche. Enfin en fonction du type d'actifs immobiliers, ces deux approches peuvent être déclinées au sein d'un même portefeuille.

A l'inverse, de plus en plus de sociétés de gestion spécialisées dans l'immobilier développent une offre thématique en se focalisant notamment sur des actifs relevant du secteur de la santé ou de la prise en charge de personnes âgées. Ces produits d'investissement thématiques ne peuvent être pour autant considérés comme développant une approche thématique à dimension responsable dans la mesure où ils ne traduisent, sur la seule base de leur univers d'investissement, aucune promesse ou engagement vis-à-vis d'amélioration ou de sélection des meilleurs actifs relativement aux enjeux environnementaux, sociaux ou de gouvernance. L'AMF appelle ainsi à la vigilance des sociétés de gestion afin d'éviter toute mise en avant d'une dimension extra-financière de leurs fonds immobiliers thématiques qui au-delà de la sélection d'actifs liés à un secteur (EHPAD, centres hospitaliers ou scolaires, logement étudiants, ...) n'offrirait aucune garantie aux investisseurs concernant la prise en compte de critères extra-financiers dans le cadre de la gestion de ces fonds.

Mauvaise pratique n°2 Applicable aux fonds immobiliers

L'AMF considère comme une mauvaise pratique le fait de mettre en avant des caractéristiques extra-financières dans le cadre de la gestion d'un placement collectif qui ne justifierait pas d'une prise en compte engageante et significative de critères environnementaux, sociaux et/ou de gouvernance. Elle invite ainsi les acteurs dont la démarche consiste uniquement à sélectionner des actifs thématiques immobiliers liés à un secteur qui ne présente intrinsèquement pas de caractéristiques extra-financières à limiter leur communication à la simple sélection d'actifs liés à ce secteur ou sous-secteur sans faire la promotion de critères extra-financiers (par exemple liés aux aspects de santé ou de l'éducation).

Par ailleurs, une des difficultés liées à la mise en place à ce jour des approches engageantes et significative est l'absence de repères quant à la significativité, puisque les objectifs quantifiés peuvent être variables et se fonder sur des références de marché diverses.

Ainsi à ce jour, en France, aucun fonds immobilier n'a obtenu le label Greenfin attestant de la prise en compte d'éléments extra-financiers dans le cadre de sa gestion⁴⁹. Afin de promouvoir et de crédibiliser les actions entreprises par les sociétés de gestion en la matière, les acteurs ont travaillé, avec la Direction générale du Trésor, à l'élaboration d'un label ISR adapté à l'immobilier qui prendrait en compte les spécificités de ce marché et permettrait notamment de poser un premier repère partagé concernant la définition de ce qu'est une approche engageante et significative pour un fonds immobilier. Ce label a été intégré dans la mise à jour du référentiel publiée le 23 juillet 2020 et entrée en vigueur le 23 octobre 2020.

3.2.6. CONCLUSION

Par le développement d'une approche dite *best-in-progress*, les sociétés de gestion spécialisées dans la gestion de fonds immobiliers ont souhaité traduire les spécificités de cette classe d'actifs. L'amélioration des caractéristiques environnementales du parc immobilier existant constituant l'angle principal par lequel les sociétés de gestion peuvent agir en faveur de l'efficacité énergétique des bâtiments, les critères sociaux et de gouvernance paraissent ainsi moins utilisés par les sociétés développant ces produits. A ce titre, bien que le développement de produits thématiques centrés sur les enjeux environnementaux constitue une dynamique positive, il convient de ne pas les assimiler aux produits « ISR » se traduisant par la prise en compte simultanée des piliers environnementaux, sociaux et de gouvernance.

La variété des approches étant susceptible de créer de la confusion pour les investisseurs face à un secteur en plein développement, l'AMF insiste sur la nécessité de rester proportionné dans l'information fournie aux investisseurs sur l'approche mise en œuvre, selon son caractère plus ou moins engageant sur la sélection et la gestion des actifs comme précisé la section 2 de la position-recommandation AMF DOC-2020-03 et émet des recommandations pour certaines approches (*best in progress*, approches thématiques).

Tout comme pour les gérants d'actifs cotés, l'AMF identifie par ailleurs le rôle important des prestataires dans la fourniture d'informations extra-financières des actifs immobiliers. Ce faisant, elle recommande un suivi de ces derniers qui va au-delà des diligences réalisées dans le cadre du suivi et de la sélection de prestataires traditionnels sélectionnés par les SGP. Ce suivi peut s'accompagner de l'annexion d'une charte « ESG fournisseurs » aux contrats signés avec les prestataires spécialisés dans ce domaine.

⁴⁹Le label GreenFin (ex TEEC) offre la possibilité aux OPCV et SCPI de se faire labéliser. Les éléments spécifiques permettant la labélisation de ces deux types de fonds sont les suivants :

- pour les SCPI, le fonds doit investir au moins 90 % de ses encours dans de l'immobilier vert défini par l'annexe 1 du référentiel du label comprenant notamment des bâtiments certifiés ou labellisés selon un processus de certification pour la construction neuve, la rénovation ou l'exploitation. Les 10 % restants investis dans d'autres obligations ou autres titres de créance à condition qu'ils ne concernent pas des activités exclues ;
- pour les SCPI, l'immobilier vert doit représenter 60% des encours du fonds.

3.3. FONDS MONÉTAIRES

Les fonds monétaires représentaient 336 milliards d'euros d'encours au 31 décembre 2018 répartis sur 245 fonds. Parmi ces fonds, 37 ont été identifiés comme se présentant « ISR »⁵⁰ pour 56 milliards d'euros d'encours, soit environ 16% du total des fonds monétaires (dont six fonds labellisés ISR pour 4,5 milliards d'euros d'encours). Les fonds monétaires prenant en compte des critères extra-financiers dans leur politique d'investissement, bien qu'ils soient peu nombreux⁵¹, représentent près d'un tiers des encours des fonds ISR, soit la première classe d'actif « ISR » en encours selon les chiffres publiés par l'AFG en 2018, et la seconde en 2019⁵².

Les services de l'AMF ont donc souhaité examiner le fonctionnement de ces fonds. Une revue des documents réglementaires détaillant la méthodologie appliquée a été effectuée, complétée d'entretiens avec quelques acteurs. Une synthèse de ces travaux est présentée en première partie. Dans un second temps, les services de l'AMF ont cherché à apprécier les différences de ces fonds par rapport aux autres fonds monétaires en menant une étude quantitative des portefeuilles sur la base de la collecte Banque de France applicable aux OPC, au 31 décembre 2018.

Cette analyse repose essentiellement sur une description des démarches utilisées par les fonds monétaires se présentant comme ISR et une exploitation des agrégats de données de portefeuilles. Elle ne permet toutefois pas de conclure de manière robuste sur les facteurs explicatifs des résultats obtenus. De plus, une telle étude n'a pas été menée sur d'autres classes d'actifs et il n'est dès lors pas possible de conclure sur la spécificité du marché monétaire.

3.3.1. METHODOLOGIE DES FONDS MONÉTAIRES SE PRÉSENTANT COMME ISR

La documentation relative à sept fonds monétaires se présentant comme ISR a été analysée par les services de l'AMF (DICI, prospectus, rapport annuel, code de transparence, information « article 173 », fiches descriptives/détaillées ou *factsheets* mensuelles). Une synthèse des démarches observées est restituée.

3.3.1.1. Démarche générale des SGP

L'ensemble des SGP gérant ces fonds ont adhéré, directement ou au niveau de leur groupe d'appartenance, aux [Principles for Responsible Investment](#) des Nations-Unies⁵³. Certaines SGP peuvent adhérer à d'autres types de chartes (Diversité, Parentalité,...) ou participer à d'autres initiatives (CDP⁵⁴, etc.).

3.3.1.2. Politique d'investissement

Cette partie présente une synthèse des approches observées sur sept fonds, et n'est donc pas représentative de l'ensemble des pratiques de la place.

L'ensemble des fonds étudiés adopte une approche séquencée : dans une première étape sont exclus de l'univers d'investissement des émetteurs ne respectant pas la politique de la SGP ou du fonds en particulier (dans le cas de fonds dédiés notamment pour lesquels la politique d'exclusion de l'investisseur est adoptée). Dans un second

⁵⁰ Ces fonds ont été identifiés du fait de leur labellisation ISR, de leur dénomination contenant les termes « ISR », « SRI », « Responsable » ou « Sustainable », ou de leur présence sur la [liste des fonds signataires du Code de transparence](#) ISR présentée par l'AFG, complétée d'une vérification de la mise en avant de l'aspect « ISR » dans le prospectus.

⁵¹ Le chiffre de 37 fonds peut ainsi être comparé aux quelques 500 fonds cités par Novethic et présentés partie 2.2.1 (moins de 8% des fonds).

⁵² Les divergences de chiffres (55 GEUR d'encours contre environ 51 GEUR si on reconstitue les chiffres de l'AFG détaillés partie 2) sont dues au fait que les statistiques AFG sont effectuées sur bases déclaratives des SGP tandis que la démarche de l'AMF a consisté à identifier les fonds ISR par différents biais dont leur labellisation et leur dénomination.

⁵³ Les PRI sont des engagements volontaires lancés par les Nations-Unies en 2006 au nombre de six, par lesquels les investisseurs s'engagent à prendre en compte les aspects ESG dans leurs processus de décision en matière d'investissement, de dialogue actionnarial, d'incitation des émetteurs à plus de transparence, de diffusion et de partenariat autour des PRI, et de *reporting* sur les actions menées. Un questionnaire de transparence est ainsi demandé aux signataires sur une base annuelle, et est disponible partiellement [sur le site](#) des PRI.

⁵⁴ Comme détaillé infra, un organisme à but non lucratif collectant les informations carbone d'entreprises (et d'autres données environnementales) et attribuant des notations. Le CDP était anciennement nommé *Carbon Disclosure Project*.

temps, les émetteurs restants sont sélectionnés en fonction de leur performance extra-financière (« filtre ISR »), mesurée par un « score » ou une note ESG. Cette sélection peut prendre deux formes : une exclusion d'une fraction de l'univers d'investissement le plus mal noté ou, pour un fonds, des contraintes en taille des investissements dans les émetteurs les moins bien notés. La présente partie détaille dans un premier temps la mise en place des politiques d'exclusion, et dans un second temps celle du « filtre ISR ».

3.3.1.2.1. Première étape : politique d'exclusion

La plupart des fonds mettent en place une approche **d'exclusion** portant sur des éléments principaux (Etats non-coopératifs fiscalement, émetteurs producteurs d'armes à sous-munitions ou de mines antipersonnel) ou sectoriels (charbon). Ces exclusions sont de même nature que celles mentionnées à la section 2 de la position-recommandation AMF DOC-2020-03. A l'instar de ce qui est mentionné dans cette section, l'aspect différenciant de ces éléments est *a priori non significatif*, soit du fait que ces exclusions sont applicables légalement par tous sans que l'ensemble des acteurs ait jugé nécessaire de communiquer dessus (conventions d'Oslo et d'Ottawa), soit que certaines exclusions portent en pratique sur un univers très restreint (*e.g.* états non coopératifs fiscalement)⁵⁵.

3.3.1.2.2. Deuxième étape : « filtre ISR »

Sur les sept fonds analysés, six mettent en avant l'application d'une approche « *best in class* » (cf. description *infra*). Un des fonds indique dans son prospectus, en plus d'effectuer un filtre ESG « classique », ajouter une approche d'analyse des émetteurs selon des modalités qui ne sont toutefois pas détaillées dans le prospectus et qui sont en tout état de cause discrétionnaires. Le dernier fonds présente une approche identifiée comme « *best in universe* ». Cette approche est cependant fondée sur des notes sectorielles, ce qui rend ce fonds en pratique très proche d'un fonctionnement « *best in class* ».

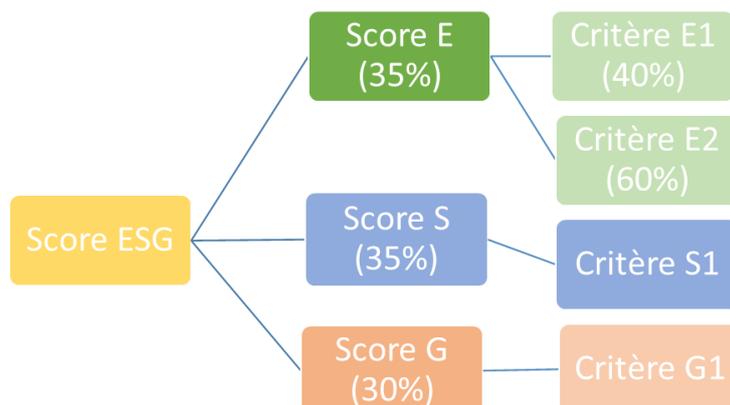
■ Rappel du principe d'une note ESG

Pour l'ensemble des fonds, la mise en œuvre du « filtre ISR » passe par l'utilisation d'une « note ESG ». La plupart des SGP qui gèrent ces fonds calculent cette note selon une méthodologie interne, en se fondant sur des métriques et données fournies par des prestataires. Une SGP s'appuie directement sur les notes fournies par un prestataire.

Les notes ESG se calculent en prenant en compte différents critères E, S et G en face desquels chaque émetteur, sur la base d'indicateurs sélectionnés pour chaque critère, se voit attribuer un score⁵⁶. Ces scores sont ensuite agrégés avec des pondérations au sein des différents piliers E, S et G, puis au niveau global ESG pour aboutir au score final, comme présenté dans l'exemple simplifié ci-dessous :

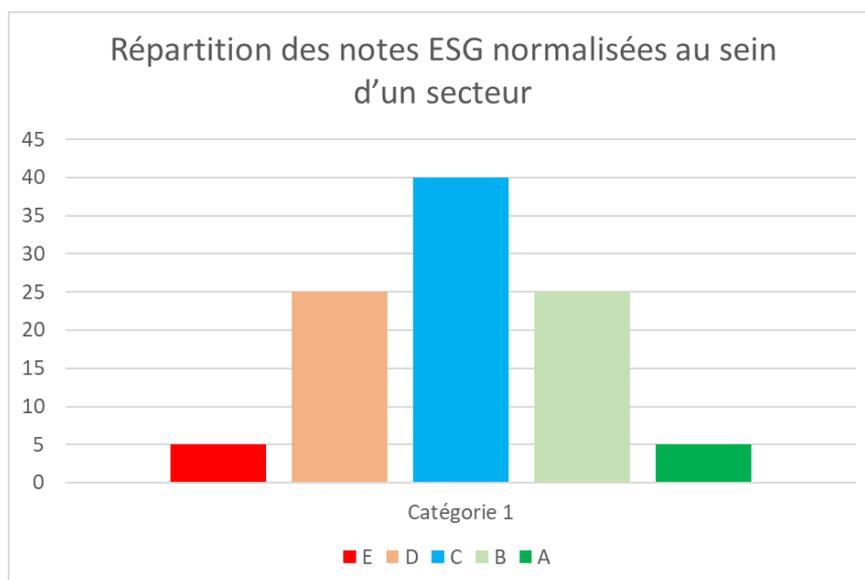
⁵⁵ Ainsi, [l'arrêté ministériel du 12 février 2010](#), pris en application de l'article 238-0 A du code général des impôts, mentionne dans sa dernière version datant de janvier 2020 une liste de treize états et territoires : Anguilla, Bahamas, Îles Vierges britanniques, Panama, Seychelles, Vanuatu, Fidji, Guam, Îles Vierges américaines, Oman, Samoa américaines, Samoa et Trinité et Tobago.

⁵⁶ Par exemple : le taux d'absentéisme observé dans une entreprise pour mesurer le bien-être au travail, critère attribué au pilier « Social ».



Source : exemple théorique AMF

Une note est ensuite attribuée de manière relative au sein d'un secteur, par exemple en attribuant des notes de 1 (meilleur) à 10 (pire), en fonction des scores répartis uniformément : 10% des acteurs présentant les meilleurs scores ESG de ce secteur seront notés 1, les 10% suivants sont notés 2, etc. Une autre approche consiste à viser une répartition normalisée (gaussienne) des notes : par exemple sur une notation de A à E, 5% des émetteurs d'un secteur seront notés A, 25% seront notés B, 40% notés C, 25% notés D et 5% notés E, comme présenté dans le graphe ci-dessous :



Source : AMF, exemple fictif.

Comparée à une approche uniforme, cette répartition permet de mettre un focus sur les meilleurs et pires émetteurs d'un secteur.

Plusieurs SGP prévoient la possibilité de corriger la note quantitative, obtenue mécaniquement, par une appréciation qualitative de l'expert ESG (par exemple attribution de bonus/malus de +/-30% sur un score de 0 à 100 sur des critères considérés comme matériels mais non pris en compte par le score quantitatif), ou encore de manière discrétionnaire (décision d'un comité d'investissement ESG de réintégrer une valeur exclue). Sur les exemples relevés, l'ensemble de ces interventions est formalisé et tracé.

Ainsi, aucune approche de *scoring* « absolu » (i.e. au regard par exemple de la distance des émetteurs par rapport à une situation idéale relative par exemple à un niveau d'émission de gaz à effet de serre, un taux d'absentéisme,

un écart de rémunération maximal au sein d'une entreprise, ...) n'a été observée. Bien que l'approche relative diminue l'interopérabilité des notes, on peut remarquer qu'une approche « absolue », appliquée à une note globale ESG, serait également difficilement interprétable en présence de problématiques très diverses (environnement, social, gouvernance) à agréger en un indicateur unique.

Par ailleurs, il est à noter que la définition sectorielle n'est **pas nécessairement uniforme entre les acteurs** et pourra être adaptée dans le but de construire des secteurs homogènes en termes d'enjeux ESG mais aussi d'une granularité pertinente au regard notamment de l'univers d'investissement du fonds considéré. Ainsi, une même entreprise pourra être appréhendée dans des secteurs différents selon les acteurs. En outre, des entreprises ayant des activités diversifiées pourront faire l'objet, selon les acteurs, soit d'une affectation à un secteur unique en fonction de l'activité la plus importante, soit d'une méthodologie *ad hoc* d'évaluation en distinguant par exemple ses différentes lignes d'activité au travers de plusieurs secteurs pour aboutir *in fine* à une note agrégée.

■ Critères ESG pris en compte

Sur la base de l'information communiquée aux investisseurs, l'AMF n'a pas pu procéder à une comparaison exhaustive des méthodologies ESG : leur fonctionnement est décrit avec un niveau de détail inégal, et n'est dans tous les cas pas exhaustif (cf. 1.1.3).

Sur les éléments généraux collectés, l'AMF observe qu'en général, les SGP prennent en compte un corps de thèmes communs à l'ensemble des émetteurs. A titre d'exemple, les thèmes communément cités sont le climat (pilier Environnement), la sécurité ou le bien-être au travail (pilier Social) et la rémunération des dirigeants ou l'indépendance du conseil d'administration (pilier Gouvernance). En outre, des critères spécifiques à chacun des secteurs en fonction de leur pertinence sont pris en compte (par exemple des critères de gouvernance renforcés pour le secteur bancaire, ou de sécurité pour l'industrie). Le nombre total de critères pris en compte peut ainsi varier fortement (entre une dizaine et une centaine selon les observations effectuées par l'AMF). L'impact d'un critère unique (par exemple la lutte contre le réchauffement climatique) est ainsi potentiellement **dilué**, tandis que les approches d'une SGP à l'autre peuvent aboutir à des scores potentiellement **variables** pour un même émetteur, selon les critères, les indicateurs, et les règles d'agrégation et de normalisation choisis. Ces résultats, au niveau des sociétés de gestion, se retrouvent d'ailleurs au niveau des agences de notation extra-financière, les scores obtenus par une entreprise pouvant varier significativement d'une agence de notation extra-financière à l'autre, comme montré par de nombreux travaux récents⁵⁷.

■ Sélection des émetteurs

L'approche principale observée de prise en compte des notes dans le processus d'investissement consiste à **exclure un pourcentage des émetteurs** (approche « *best in class* »), par exemple 20% ou 30% des pires émetteurs (ce qui correspondrait respectivement aux notes 9 et 10 dans l'exemple uniforme, ou aux notes D et E dans l'exemple gaussien présentés *supra*). Un acteur adopte une approche différente : il n'effectue aucune exclusion, mais limite la prise en compte d'actifs mal notés d'un point de vue ESG à 10% de l'actif net et impose une note moyenne globale du portefeuille (note des émetteurs pondérées par les investissements) supérieure ou égale à 2 sur une échelle de 0 à 4.

Enfin, pour plusieurs fonds (trois sur sept), il est précisé que l'ensemble des actifs n'est pas nécessairement couvert par la notation ESG, avec néanmoins un minimum affiché de 90%, cohérent avec l'exigence du label ISR français, bien qu'aucun des fonds examinés ne soit labellisé. Comme cela est rendu possible par le label ISR, le taux de couverture est toutefois exprimé sur des assiettes différentes : en pourcentage de l'actif net pour certains, en pourcentage des émetteurs en portefeuille pour d'autres.

⁵⁷ Voir par exemple J. Authers, "Defining Virtue", Bloomberg Opinion (mai 2020) ; F. Berg *et al.*, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, MIT Sloan Research Paper (août 2019) ; LaBella *et al.*, The Devil Is in the Details: Divergence in ESG Data and Implications for Sustainable Investing, QS Investors (septembre 2019) ; S. Kotsantonis S. et G. Serafeim, Four Things No One Will Tell You About ESG Data (2019).

3.3.1.3. Conclusion sur l'étude qualitative

Bien que les fonds monétaires ISR observés disposent de spécificités dans leurs politiques et univers d'investissement, la prise en compte des critères ESG dans leur politique d'investissement se déroule selon les processus usuels déclinés aux fonds ISR appartenant aux autres classifications.

Toutefois, malgré une apparente convergence méthodologique, plusieurs différences sont à noter d'une SGP à l'autre, pouvant expliquer une variabilité intrinsèque des résultats de l'application des filtres extra-financiers d'une SGP à l'autre : la variété des approches (*best in class* vs. *best in universe* lorsque celle-ci repose sur des notes présentant des biais sectoriels), seuils d'exclusions retenus, divergence des méthodologies de notation (choix des critères et des métriques associées, pondération de chaque critère et de chaque pilier, échelles de concordances, ...), différences dans les fournisseurs de données utilisés, divergence des politiques d'exclusions sectorielles, ...

Concernant en particulier les méthodologies de notation, l'analyse de l'information communiquée aux investisseurs illustre que, les méthodologies ESG étant considérées comme des outils internes stratégiques, leur **degré de transparence** est variable d'une SGP à l'autre, et ne permet dans aucun des sept cas considérés d'obtenir une visibilité complète de la méthodologie (indicateurs, modalités de *scoring*, pondérations, ...). En outre, dans ce type d'approche prenant en compte simultanément plusieurs piliers, il paraît difficilement envisageable d'associer le processus d'investissement qui résulte de l'application du filtre ESG à la réalisation d'objectifs précis (comme par exemple la contribution à la transition énergétique, ou la réalisation d'objectifs de développements durables) comme quelques fonds peuvent parfois être tentés de le faire dans leur discours commercial.

3.3.2. ANALYSE DES PORTEFEUILLES DES FONDS MONÉTAIRES ISR

L'étude qualitative a mis en évidence la difficile comparabilité *ex ante* des approches ISR des principaux fonds monétaires étudiés. Les services de l'AMF ont procédé, sur la base du *reporting* ligne à ligne des OPC collecté par la Banque de France, à une analyse comparée des portefeuilles de fonds monétaires se présentant comme « ISR » par rapport aux autres, dans l'objectif d'évaluer si le caractère ISR des portefeuilles se matérialisait par des différences dans les univers d'investissements ou dans les pondérations des portefeuilles.

Pour ce faire, une base de données portant sur le portefeuille de 245 fonds monétaires (dont 36 identifiés comme se désignant ISR⁵⁸) a été constituée, renseignant :

- le code ISIN des titres en portefeuille ;
- le montant qu'ils représentent dans le portefeuille de chaque fonds ;
- le groupe d'émetteurs et le secteur d'activité auxquels est rattaché ce code ISIN ;
- le caractère ISR ou non du fonds détenant la ligne.

Une analyse a été réalisée, d'une part sur les secteurs d'activité et d'autre part sur les groupes d'émetteurs, afin d'évaluer les différents types de fonds.

Ce travail de construction de la base de données a nécessité plusieurs retraitements qui constituent autant de limites à la portée de cette étude⁵⁹.

⁵⁸ Par rapport à l'étude qualitative menée *supra*, les données d'un fonds ISR n'étaient pas disponibles dans la base de données Banque de France.

⁵⁹ L'AMF a utilisé pour construire les données ayant servi de base à cette étude un extrait de la « [collecte OPC](#) », qui recense sur base mensuelle le ligne-à-ligne des portefeuilles des OPC français. Le portefeuille de 245 fonds monétaires au 31/12/2018 ont ainsi été analysés. Les ISINs portant sur les titres eux-mêmes, leur rattachement à des émetteurs, groupes d'émetteurs et secteurs d'activité ont nécessité un travail de *mapping* de la part des services de l'AMF.

3.3.2.1. Analyse sectorielle

Pour chaque sous-groupe (fonds « ISR », autres fonds monétaires), la distribution des proportions d'actifs investis par chaque fonds dans chaque secteur d'activité a été calculée. Ces secteurs d'activités ont été déterminés en reprenant et en adaptant la classification ICB (*Industry Classification Benchmark*), largement utilisée. Les fonds de fonds⁶⁰ ont été éliminés, réduisant l'échantillon à 134 fonds dont 24 identifiés comme ISR. De même, les investissements dans d'autres fonds ont été éliminés⁶¹. Il est noté que chaque fonds a été équipondéré, compte-tenu de la diversité des tailles des fonds monétaires (de 150 MEUR d'encours à plus de 40 GEUR), afin de garantir la représentativité de l'ensemble des stratégies.

Secteur	Moyenne équipondérée de détention sectorielle par MMF				
	ISR	non ISR	<i>Différence dans les détentions sectorielles observées entre fonds ISR et non ISR</i>	<i>Ecart-type du % de détention au sein des MMF non ISR⁶²</i>	Tous
83 Banks	42,2%	43,7%	-1,5%	20,9%	43,4%
99 Public	10,5%	16,2%	-5,7%	24,8%	15,2%
33 Automobiles	6,5%	8,2%	-1,7%	5,4%	7,9%
50 Consumer Services	6,8%	6,6%	0,2%	5,1%	6,6%
20 Industrials	7,0%	5,8%	1,2%	4,8%	6,0%
86 Real Estate	6,5%	4,3%	2,2%	1,9%	4,7%
70 Utilities	5,2%	4,0%	1,3%	3,8%	4,2%
87 Financial Services	3,5%	1,9%	1,6%	2,3%	2,2%
60 Telecommunications	2,5%	1,9%	0,6%	16,6%	2,0%
85 Insurance	2,0%	1,9%	0,1%	1,3%	1,9%
30 Other Consum. goods	1,1%	1,8%	-0,7%	2,8%	1,7%
90 Technology	2,7%	1,2%	1,5%	5,5%	1,5%
10 Basic Materials	1,4%	1,0%	0,4%	2,8%	1,1%
40 Health Care	1,3%	0,7%	0,6%	1,6%	0,8%
00 Oil & Gas	0,7%	0,8%	0,0%	1,4%	0,8%

Source : AMF

Il est ainsi observé au global de faibles disparités sectorielles entre fonds se présentant comme ISR et les autres. En effet, on observe dans tous les cas sauf un (secteur « Real Estate ») que la différence entre fonds se présentant « ISR » et les autres est largement inférieure à l'écart-type de la distribution des pondérations sectorielles sur ces derniers. Cette approche en écart-type demeure néanmoins **perfectible** compte-tenu de l'absence de symétrie des distributions empiriques. **Ce constat est cohérent avec une approche « Best in Class » adoptée par l'ensemble des fonds et qui conduit à n'ignorer aucun secteur.**

Toutefois, quelques différences apparaissent. Ainsi, si de manière générale les fonds monétaires investissent une large part de leur portefeuille dans le secteur bancaire (près de 40%), l'investissement dans des émetteurs publics est plus large pour les fonds non ISR (16% contre 10% pour les fonds se présentant comme ISR). Cela peut

⁶⁰ Définis dans le cadre de cette étude comme les fonds investissant plus de 50% de leur actif dans d'autres fonds.

⁶¹ En outre, comme détaillé en annexe, deux secteurs « techniques » (pour les lignes qui n'ont pu être attribuées à un secteur d'activité et pour les dérivés) ont été constitués, les proportions ont donc été évaluées en ignorant ces secteurs.

⁶² Ainsi, par exemple, la détention moyenne par les fonds MMF n'étant pas identifiés comme ISR de titres du secteur industriel est de 5,8%, avec un écart-type de 4,8%. L'écart constaté avec l'investissement moyen dans des fonds MMF identifiés comme ISR (investissement moyen de 7%, soit un écart de 1,2%) peut donc être vu comme relativement peu significatif.

s'expliquer notamment par le fait que le caractère ISR d'un émetteur public est plus complexe à appréhender que celui d'une entreprise. Par ailleurs, le financement du secteur automobile apparaît moindre pour les fonds se présentant comme ISR (un peu plus de 6% contre 8% pour les autres) alors que l'on note un léger surinvestissement dans le secteur des « *Utilities* » (5,2% contre 4%). Quel que soit le type de fonds, le secteur *Oil & Gas* ne représente qu'une faible part des actifs des fonds monétaires (moins de 1%).

Une analyse en variabilité par étude des quantiles a de plus été menée afin de compléter cette appréciation basée sur une « moyenne » et évaluer si certains fonds, ISR ou non, seraient investis plus massivement dans certains secteurs que leurs pairs. Celle-ci est présentée en Annexe. L'analyse confirme l'absence d'écart sectoriel matériel.

3.3.2.2. Analyse par groupe d'émetteurs

Les placements des fonds monétaires ont été attribués à plus de 400 émetteurs différents⁶³. Plusieurs analyses ont été effectuées afin d'évaluer la présence ou l'absence de différences significatives entre fonds ISR et non ISR :

- une analyse sous l'angle des montants des investissements réalisés par émetteur au sein des secteurs jugés pertinents (secteurs de la banque, de l'automobile, du pétrole et gaz) afin de comparer les montants des placements sur les différents émetteurs entre fonds ISR et non ISR ;
- une analyse à partir des démarches d'exclusion : deux tests ont été réalisés, l'un pour identifier des émetteurs investis fréquemment par les fonds non ISR mais pas par les fonds ISR ; l'autre pour comparer les portefeuilles des fonds se présentant comme ISR avec un exemple de politique d'exclusion publique, en utilisant celle publiée par le fonds souverain norvégien ;
- des comparaisons de portefeuilles entre fonds d'une même SGP (fonds ISR d'une part et non ISR d'autre part) afin d'évaluer la proportion d'actifs communs entre les deux.

Les chiffres de cette partie **ne sont pas directement comparables** avec ceux de la partie précédente, car pour cette étude, les poids des participations au sein des émetteurs n'ont **pas** été amplifiés par la suppression des participations dans les fonds au contraire de l'étude précédente.

⁶³ Emetteurs considérés par groupes comptable consolidés.

3.3.2.3. Analyses sectorielles

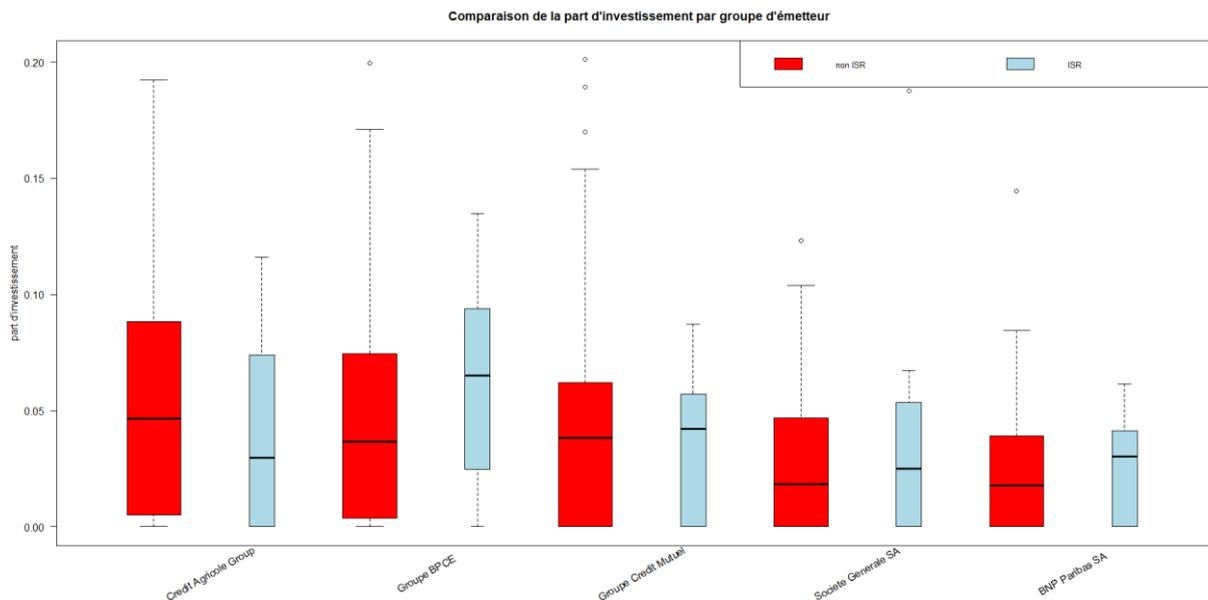
3.3.2.3.1. Analyse sur le secteur bancaire

L'AMF a sélectionné au sein de ce secteur les 15 premiers groupes bancaires investis au global par les fonds. Ces 15 groupes représentent 48% du poids global des titres en portefeuille étudiés et 84% de l'ensemble du secteur bancaire. Pour chaque groupe d'émetteurs, l'investissement moyen (équipondéré par fonds) est restitué :

Secteur	Moyenne équipondérée de détention par MMF				
	ISR	non ISR	<i>Différence dans les détentions par groupe observées entre fonds ISR et non ISR</i>	<i>Ecart-type du pourcentage de détention au sein des MMF non ISR</i>	Tous
01 Credit Agricole Group	4,0%	5,4%	-1,4%	4,9%	5,2%
02 Groupe BPCE	6,1%	4,8%	1,3%	4,6%	5,0%
03 Groupe Credit Mutuel	3,6%	4,2%	-0,7%	4,2%	4,1%
04 Societe Generale SA	3,2%	2,7%	0,5%	3,0%	2,8%
05 BNP Paribas SA	2,3%	2,2%	0,1%	2,4%	2,2%
06 Intesa Sanpaolo SpA	2,2%	1,6%	0,6%	2,6%	1,7%
07 Barclays PLC	0,8%	1,6%	-0,8%	1,8%	1,4%
08 ING Groep NV	2,1%	1,2%	0,8%	1,6%	1,4%
09 Banco Santander SA	2,3%	1,5%	0,9%	2,0%	1,6%
10 UBS Group AG	1,0%	1,0%	0,0%	1,6%	1,0%
11 UniCredit SpA	1,0%	1,1%	-0,1%	1,5%	1,0%
12 Goldman Sachs Group Inc/The	0,4%	0,9%	-0,5%	1,6%	0,8%
13 Commerzbank AG	1,2%	0,9%	0,2%	1,4%	1,0%
14 Svenska Handelsbanken AB	0,3%	0,5%	-0,1%	1,1%	0,4%
15 Mediobanca Banca di Credito Fi	0,4%	0,3%	0,0%	1,0%	0,3%

Source : AMF

Ainsi, aucune exclusion générale sur ces 15 premiers groupes bancaires n'est observée de la part des fonds ISR, qui semblent investis dans des proportions globalement peu différentes entre fonds ISR et non ISR (notamment, aucun écart de moyennes entre fonds ISR et non ISR n'est supérieur, relativement, aux écart-types observés entre fonds non ISR. Une analyse plus approfondie a été menée sur les 5 principaux groupes bancaires investis (tous français) afin d'évaluer si certains fonds MMF excluaient ces banques de leur univers d'investissement :



Source : AMF

Comment lire une « boîte à moustache » ?

La « boîte à moustache » (*boxplot* en anglais) est une représentation visuelle permettant d'appréhender de manière plus aisée la dispersion d'un ensemble de points : 50% des valeurs médianes sont regroupés au sein de la « boîte à moustache » (rectangle de couleur dans le graphe ci-dessus), tandis que les valeurs à l'extérieur de la boîte à moustache, 25% au-dessus et 25% en dessous, sont représentées sous la forme d'un trait, ou, lorsqu'elles sont très éloignées⁶⁴, directement sous la forme de points.

On constate qu'il ne semble pas y avoir d'exclusion particulière de ces groupes par les fonds monétaires ISR. La forte proportion de fonds présentant un investissement nul, tant pour les fonds ISR que pour les autres, s'explique par le fait que la moitié des fonds ne s'expose pas simultanément aux 5 groupes (ainsi environ 20% des fonds ne s'exposent qu'à un ou deux groupes, et 30% à 3 ou 4). A cet égard, aucune différence de comportement n'a été identifiée entre fonds se présentant comme ISR et les autres.

⁶⁴Distance au quartile supérieur à 1,5 fois l'écart interquartile.

3.3.2.3.2. Analyse sur le secteur automobile

La même analyse a été réalisée sur le secteur de l'automobile. Celui-ci étant plus concentré, seuls les 5 principaux groupes ont été retenus. Ces groupes représentent 8% du poids global des titres en portefeuille étudiés et 87% de l'ensemble du secteur automobile. Pour chaque groupe d'émetteurs, l'investissement moyen (équipondéré par fonds) est restitué :

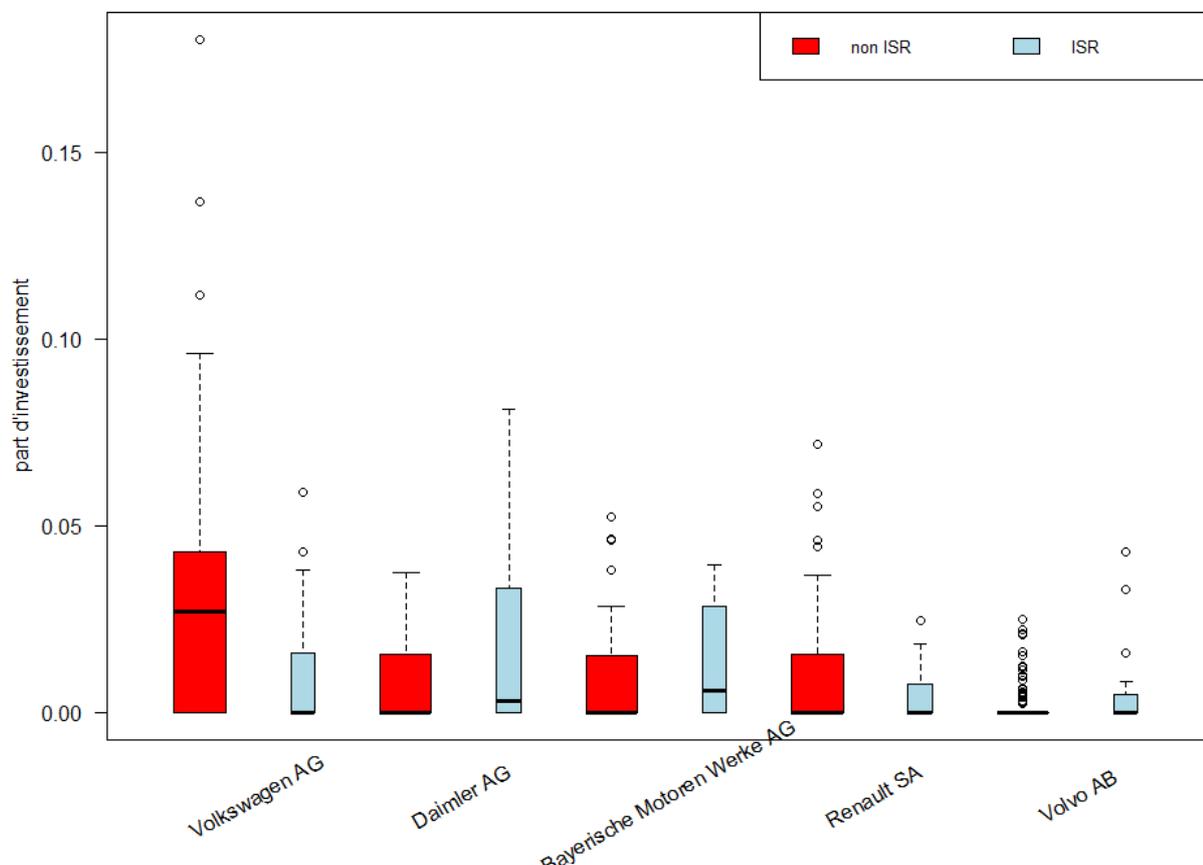
Secteur	Moyenne équipondérée de détention par MMF				
	ISR	non ISR	<i>Différence dans les détentions sectorielles observées entre fonds ISR et non ISR</i>	<i>Ecart-type du pourcentage de détention au sein des MMF non ISR</i>	Tous
1 Volkswagen AG	0,9%	3,0%	-2,0%	3,4%	2,6%
2 Daimler AG	1,7%	0,8%	0,9%	1,1%	1,0%
3 Bayerische Motoren Werke AG	1,4%	0,8%	0,6%	1,2%	0,9%
4 Renault SA	0,4%	0,9%	-0,5%	1,5%	0,9%
5 Volvo AB	0,5%	0,2%	0,2%	0,6%	0,3%

Source : AMF

Comme vu ci-dessus, les fonds se présentant comme ISR sont globalement moins exposés que les fonds non ISR au secteur automobile. Au niveau des émetteurs de ce secteur, Volkswagen constitue pour l'univers des fonds non ISR l'émetteur principal (3%), tandis que la proportion d'investissement est relativement abaissée pour les fonds ISR (0,9%). Volkswagen semble ainsi avoir été partiellement remplacé dans ce secteur par Mercedes (Daimler) et BMW, peut-être du fait d'une exclusion de l'univers d'investissement de certains fonds ISR. L'écart moyen observé demeure néanmoins inférieur à l'écart-type observé au sein des fonds non ISR.

L'analyse graphique donne les résultats ci-dessous et permet de confirmer les constats effectués ci-dessus.

Comparaison de la part d'investissement par groupe d'émetteur



Source : AMF

3.3.2.4. Recherche d'émetteurs exclus

Un autre angle d'analyse est la recherche d'émetteurs qui seraient potentiellement écartés de l'univers d'investissement des fonds ISR. En effet, la plupart des approches identifiées en première partie relèvent d'une exclusion d'une partie des émetteurs (soit par exclusion sectorielle comme le tabac ou les armes, soit par exclusion du fait d'une note ESG insuffisante). En conséquence, l'AMF a cherché à identifier de tels émetteurs. Pour ce faire, deux approches ont été choisies :

- D'une part une approche en partant de la liste d'exclusions publiée par un fonds souverain reconnu en matière d'approche extra-financière : le fonds souverain norvégien ;
- D'autre part une approche empirique fondée sur les observations d'investissement des fonds dans la base de données disponible.

Les résultats des deux approches sont présentés dans les parties ci-dessous.

3.3.2.4.1. Analyse des exclusions du fonds souverain norvégien

Le [fonds souverain norvégien](#) gère près de 1000 milliards d'euros et est reconnu pour avoir été parmi les premiers à prendre en compte des critères extra-financiers dans sa politique d'investissement. Il tient public une [liste de compagnies](#) exclues de son univers d'investissement ou mises en observation, en précisant la raison de la décision (production d'armes nucléaires, de charbon ou d'énergie directement liée au charbon, de tabac, situation de

guerre ou violation des Droits de l'Homme, dommages importants causés à l'environnement,...). Une liste de 155 entreprises à août 2019 était ainsi publiée, avec deux statuts potentiels : exclusion ou mise en observation.

L'AMF a croisé cette liste avec les émetteurs détenus dans les portefeuilles des fonds monétaires français, et a identifié 8 émetteurs communs, plus un émetteur dont une filiale est exclue du fonds norvégien (Engie)⁶⁵ :

Company	Critère	Décision	Date
Airbus Finance BV	Armes nucléaires	Exclusion	02.09.2005
Airbus SE	Armes nucléaires	Exclusion	01.01.2006
Berkshire Hathaway Energy Co	Charbon	Observation	10.07.2018
British American Tobacco Malaysia Bhd	Tabac	Exclusion	19.01.2010
British American Tobacco Plc	Tabac	Exclusion	19.01.2010
EDP - Energias de Portugal SA	Charbon	Observation	21.12.2016
Engie Energia Chile SA	Charbon	Exclusion	14.04.2016
Honeywell International Inc	Armes nucléaires	Exclusion	05.01.2006
Imperial Brands Plc	Tabac	Exclusion	19.01.2010
Philip Morris International Inc	Tabac	Exclusion	19.01.2010
Safran SA	Armes nucléaires	Exclusion	05.01.2006

Source : extrait de la [liste d'exclusions](#) du fonds souverain norvégien, août 2019

Une analyse sur la détention ou non de ces émetteurs par des fonds monétaires a été réalisée avec les résultats suivants :

Emetteur	ISR			non ISR			Comparaison	
	Prop. fonds investis	Moyenne	Max.	Prop.fonds investis	Moyenne	Max.	Ecart	σ non ISR
Imperial Brands PLC	13%	0,4%	4,6%	31%	0,7%	6,6%	-0,3%	1,4%
British American Tobacco PLC	4%	0,0%	1,0%	15%	0,3%	8,5%	-0,3%	1,1%
Philip Morris International In	0%	0,0%	0,0%	2%	0,0%	0,6%	0,0%	0,1%
EDP - Energias de Portugal SA	4%	0,1%	2,3%	5%	0,1%	2,9%	0,0%	0,3%
Engie SA	33%	0,7%	4,7%	24%	0,5%	4,6%	0,2%	1,2%
Airbus SE	0%	0,0%	0,0%	1%	0,0%	1,0%	0,0%	0,1%
Safran SA	33%	0,7%	4,7%	32%	0,4%	3,7%	0,3%	0,9%
Honeywell International Inc	4%	0,2%	5,9%	13%	0,2%	5,1%	0,0%	0,8%

Source : AMF

Il est ainsi observé que la plupart des émetteurs sont très peu investis tant par les fonds se présentant ISR que par les autres, à quelques exceptions notoires :

⁶⁵ Le fonds souverain exclut à deux reprises deux entités d'un même groupe : Airbus et BAT.

- Imperial Brands, entreprise du secteur du tabac, semble régulièrement investie par des fonds non ISR alors que seuls trois fonds ISR détiennent des titres de cet émetteur. De manière générale seules 4 participations dans le tabac sont observées pour les fonds ISR ;
- Engie, entreprise française, semble régulièrement investie par les fonds monétaires, notamment ceux se présentant comme ISR. A noter que c'est la filiale chilienne qui est exclue par le fonds norvégien pour utilisation du charbon, et non l'entreprise-mère ;
- Safran, entreprise française exclue pour contribution à la production d'armes nucléaires par le fonds norvégien, est investie régulièrement tant par les fonds se présentant comme ISR que par les autres. Le sujet de l'armement nucléaire semble appréhendé différemment par les acteurs de l'investissement responsable : on note ainsi qu'un fonds se présentant comme ISR investit significativement dans Honeywell, également exclu pour la contribution à la production d'armes nucléaires.

La comparaison effectuée a ainsi permis de mettre en évidence le caractère effectif des exclusions, notamment sur le tabac, mais également les divergences de vue dans les approches ISR en particulier sur les armes nucléaires. En tout état de cause, il est constaté que l'engagement des fonds monétaires dans ces domaines, y compris ceux qui ne se présentent pas comme ISR, demeure faible. Ainsi, l'ensemble de ces émetteurs représente 2,1% des investissements des fonds monétaires.

3.3.2.4.2. Recherche empirique des valeurs potentiellement exclues

Une autre approche a consisté à essayer de rechercher, à partir des données obtenues, des émetteurs qui d'une part ne sont pas investis par les fonds ISR (deux fonds maximum sur les 24 que compte l'étude) et d'autre part semblaient investis fréquemment par les fonds non ISR. Pour mesurer cette notion de « fréquence », le taux moyen d'investissement des fonds non ISR augmenté d'un écart-type⁶⁶ a été mesuré pour chaque secteur. A été considéré comme « fréquent » la présence d'investissements pour une proportion supérieure à ce pourcentage.

L'application de ces filtres a ainsi permis d'identifier trois émetteurs dans lesquels les fonds non ISR sont *fréquemment* investis restitués ici :

Groupe	Secteur	Proportion de fonds non ISR détenant des titres de ces émetteurs	Proportion de fonds ISR détenant des titres de ces émetteurs
British American Tobacco PLC	30 Other Consum. goods	15%	4%
Goldman Sachs Group Inc	83 Banks	45%	8%
People's Republic of China	99 Public	20%	0%

Source : AMF

Un de ces émetteurs (British American Tobacco PLC) est par ailleurs exclu par le fonds souverain norvégien (émetteur de l'industrie du tabac). Parmi les autres émetteurs, on peut noter la présence d'une grande banque américaine dans laquelle les fonds non ISR investissent fréquemment (plus de 40% des fonds, soit 11 sur 24) à l'inverse des fonds ISR (8%, soit 2 fonds sur 24), et de la Chine, dont les titres apparaissent dans les portefeuilles d'un cinquième des fonds non ISR, mais d'aucun fonds ISR. Ces éléments ne permettent toutefois pas à eux seuls de conclure que la majorité des fonds ISR excluraient ces émetteurs de leur univers ISR.

3.3.2.4.3. Conclusion sur la recherche de valeurs exclues de l'univers d'investissement ISR

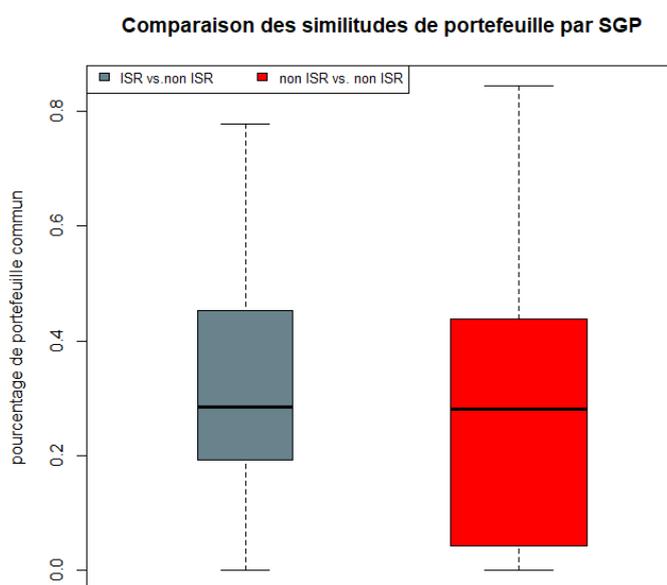
Le travail mené sur la recherche d'émetteurs exclus de l'univers d'investissement des fonds ISR montre les difficultés de l'exercice du fait de la variabilité des portefeuilles d'un fonds à l'autre, des différences dans les

⁶⁶ Ce taux moyen varie selon les secteurs : par exemple 15% en moyenne pour le secteur bancaire avec un écart-type de 20%, et 6% pour le secteur public avec un écart-type de 11%.

politiques d'exclusion ou de sélection mises en œuvre au niveau du fonds, et des différences dans l'évaluation ESG des émetteurs selon les méthodologies appliquées et les données utilisées. Ainsi, il est difficile d'identifier quel émetteur serait exclu par les fonds ISR sur la base de considérations extra-financières.

3.3.2.5. Comparaisons au sein d'une même SGP

Certaines SGP proposent à la fois des fonds monétaires ISR et des fonds monétaires ne mettant pas en avant cet aspect. Pour ces SGP, une analyse spécifique a été menée afin d'évaluer les similitudes et différences des portefeuilles des fonds tant ISR que non ISR. Ainsi, le pourcentage de portefeuille d'investissement commun au niveau des groupes d'émetteurs a été calculé deux à deux⁶⁷, les fonds de fonds ayant été exclus de l'étude. Les pourcentages communs de fonds ISR et non ISR ont ensuite été comparés entre eux afin d'évaluer s'il existe au sein d'une même SGP des fonds très proches, et mis en perspective des variabilités existant entre fonds non ISR. Les résultats sont présentés ci-dessous :



Source : AMF

On constate ainsi qu'un quart des fonds ISR ont plus de 45% de leur part de portefeuille commune avec un fonds non ISR géré par la même SGP, certains fonds allant jusqu'à près de 80%. Ces valeurs ne sont pas fondamentalement différentes de celles observées entre fonds non ISR (un quart au-dessus de 42%, similitudes jusqu'à 85%).

Ainsi, si cet exercice permet de vérifier qu'il n'existe pas de fonds monétaires ISR qui auraient une composition de portefeuille identique à celle d'un fonds non ISR, il ne permet pas non plus de mettre en évidence une différenciation systématique des portefeuilles.

3.3.2.6. Conclusion sur l'étude quantitative

L'étude quantitative menée sur les portefeuilles de fonds avait pour objectif d'évaluer à quel point l'impact des politiques ISR est identifiable sur les portefeuilles des fonds monétaires. Les résultats ont permis de mettre en évidence **des différences ponctuelles** entre les portefeuilles des fonds ISR et non ISR, notamment du fait des effets

⁶⁷ Par exemple, si un fonds A investi à 30% dans l'entreprise X et 70% dans l'entreprise Y, et un fonds B investi à 50% dans l'entreprise X, 30% dans l'entreprise Y et 20% dans l'entreprise Z, le pourcentage commun d'investissement sera de : 30% (investissement commun dans X) + 30% (investissement commun dans Y) + 0% (investissement commun dans Z) = 60%.

de certaines exclusions (tabac). L'impact ISR semble de plus concerner certaines valeurs ayant fait l'objet de controverses récentes (Volkswagen). En revanche, une absence de consensus entre fonds ISR se dégage sur certains sujets comme le nucléaire, tandis qu'aucune valeur fortement exposée au charbon n'a pu être identifiée tant dans les portefeuilles des fonds ISR que des fonds non ISR.

Par ailleurs, il est constaté que les fonds ISR sont dans l'ensemble investis globalement dans les mêmes secteurs d'activité que les fonds non ISR (ce qui est cohérent avec leur approche « *Best in class* »), avec une prépondérance particulière pour les émetteurs bancaires spécifique des fonds monétaires. En outre, si l'AMF n'a relevé aucun cas de fonds ISR qui « copierait » le portefeuille d'investissement d'un fonds classique, les similitudes peuvent parfois s'avérer importantes (près de 80% du portefeuille investi dans les mêmes émetteurs entre un fonds ISR et un fonds non ISR gérés par la même SGP).

Ainsi, cette première étude quantitative menée sur le sujet, dans un cadre présentant certaines limites (étude ponctuelle à une date donnée, qualité des données processus d'assignations par secteurs/groupes), **ne permet pas de conclure à l'existence d'une différence significative au global des investissements des fonds monétaires ISR par rapport aux autres**. Cette absence de différence significative au niveau agrégé pourrait trouver plusieurs explications :

- i. l'absence de cohérence des approches individuelles ISR des fonds ce qui expliquerait, au global, l'absence de différence des approches ISR par rapport aux approches non-ISR ;
- ii. la faible significativité statistique des exclusions opérées au regard de la variabilité intrinsèque des approches d'investissements des fonds monétaires ;
- iii. les éventuelles spécificités de l'univers d'investissement des fonds monétaires opérant dans un univers sélectionnant des titres de qualité de crédit positive ;
- iv. l'absence d'élément de comparaison par rapport à une autre classe d'actifs que les instruments du marché monétaire.

Il est à noter que cette conclusion, collective, ne remet pas automatiquement en cause le caractère significativement engageant des approches extra financières individuelles mises en œuvre par les gérants sur leurs fonds monétaires.

Cette étude permet de poser un premier éclairage global sur le sujet et pourra être complétée à l'avenir le cas échéant par des études sur d'autres secteurs (actions, obligations), ou d'analyses plus fines sur des types de méthodologies ISR particulières (*e.g.* analyse ISR d'une entité financière). En tout état de cause, compte-tenu des premiers résultats fournis par cette étude et sans remettre en cause les effets concrets des approches « responsables » au niveau individuel⁶⁸, l'AMF souhaite inciter les SGP à **la prudence** dans leurs communications quant à la potentielle dimension « collective » d'impact et de réallocation des flux de l'investissement socialement responsable.

⁶⁸ L'AMF a par exemple noté que des SGP l'avaient notifié avoir été obligé de désinvestir certains papiers de courte échéance habituellement détenus en *buy and hold* parce que la note extra-financière s'était dégradée.

3.4. RECOURS AUX DERIVES ET EXPOSITIONS SYNTHETIQUES DES OPC INTEGRANT DES CARACTERISTIQUES EXTRA-FINANCIERES

Afin de remplir l'objectif financier d'un fonds, les sociétés de gestion de portefeuille peuvent mettre en œuvre, de manière exclusive ou cumulative, deux types d'approches. D'une part les SGP peuvent utiliser les sommes collectées auprès des clients afin de les investir pour le compte des fonds d'investissement qu'elles gèrent dans les actifs prévus par la politique d'investissement (par exemple pour un fonds ayant pour objectif de répliquer un indice, acheter les titres composant l'indice). Le fonds acquiert ces actifs, qui sont inscrits à son bilan. D'autre part le gérant peut exposer le fonds à la performance de ces actifs (par exemple par le biais de contrats dérivés) sans que le fonds ne les acquiert : la performance financière est alors servie au fonds par la contrepartie au contrat. On parle alors d'exposition « synthétique ».

L'AMF a observé que certains fonds souhaitaient développer des stratégies d'expositions synthétiques à des performances d'actifs, de panier de fonds ou d'indices identifiés comme « verts » ou « ESG ». Ce type de stratégie est régulièrement pratiqué notamment pour la gestion indicielle (par exemple un fonds indexé sur le CAC 40). Dans le contexte particulier des fonds intégrant un aspect extra-financier, ce type de mécanisme pose toutefois la question de l'impact effectif de l'investissement effectué par le client compte tenu de l'exposition à laquelle il peut être soumis. L'AMF a donc cherché à comprendre les mécanismes de ces fonds, en interrogeant plusieurs SGP et banques qui structurent ces fonds. La présente partie décrit le fonctionnement de ces fonds et propose une série de recommandations et une position.

En dehors de la dernière partie et à l'instar de la position-recommandation DOC-2020-03, **cette section ne traite pas spécifiquement des produits structurés tels que les OPCVM/FIVG à formule**

3.4.1. LA REPLICATION SYNTHETIQUE : UTILISATION DES TOTAL RETURN SWAPS

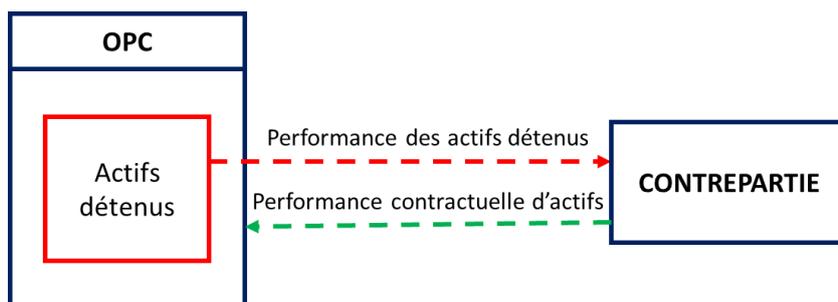
Cette section vise à détailler l'approche généralement utilisée par les gérants pour le compte des OPC qu'ils gèrent en vue de les exposer synthétiquement à une performance : l'exposition via des produits dérivés et, en particulier, le recours aux swaps de performance sur rendement global ou *total return swap* (« TRS »). Au sens du règlement SFTR⁶⁹, un TRS est un contrat dérivé « *aux termes duquel une contrepartie cède la performance économique globale d'une obligation de référence, incluant les revenus d'intérêts et les rémunérations, les plus-values et moins-values résultant de fluctuations de prix, et les pertes sur créances, à une autre contrepartie* ».

En pratique, cette section traite d'un cas particulier de TRS : ceux qui permettent à l'OPC de définir contractuellement la performance qu'il reçoit d'une ou plusieurs contreparties en échangeant pour cela la performance de titres qu'il détient. Ce dispositif peut s'implémenter soit directement via la conclusion d'un seul TRS, soit de manière indirecte en échangeant *via* un premier TRS la performance du panier d'actifs détenus contre une référence de marché (par exemple LIBOR ou EURIBOR modulés d'un *spread* contractuel) avant de conclure un second TRS échangeant une référence de marché modulée d'un *spread* contractuel avec la performance adéquate afin d'atteindre la promesse de rendement. Il est à noter que pour des raisons d'efficacité, chaque étape peut en pratique être effectuée avec une ou plusieurs contreparties (conclusion d'un ou plusieurs TRS du même type). Cette méthode se définit généralement par opposition à celle consistant pour un OPC à atteindre son objectif de gestion par un investissement « direct » dans les titres auxquels il souhaite être exposé. Les TRS sont par exemple utilisés par les fonds en gestion systématique dont les *Exchange Traded Funds* (« ETF ») ayant recours à des méthodes dites « synthétiques » de réplification de l'indice ou du panier d'actifs en opposition à ceux développant des méthodes de réplification dites « physiques » qui investissent directement dans le panier de titres ou l'indice dont ils promettent de délivrer la performance. En pratique, dans ce dernier cas, certaines techniques d'optimisations permettent, lorsque le panier ou l'indice sont larges, de n'investir que dans une partie du panier d'actifs ou de l'indice en limitant l'erreur de réplification (la « *tracking error* ») afin de limiter les coûts opérationnels d'implémentation.

⁶⁹ Règlement (UE) n°2015/2365 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015.

L'utilisation de ces instruments présente de nombreux avantages, dont notamment celui de permettre à des OPC de s'exposer à des marchés dont l'accès est onéreux, ou encore dont la performance est difficile à répliquer (comme par exemple les marchés émergents). Elle permet également d'avoir une qualité de réplification potentiellement meilleure que celle obtenue par l'investissement dans les titres « en direct », la performance étant promise contractuellement là où une réplification physique peut être soumise à des aléas tels que les tolérances d'écart de réplification voire de réplification échantillonnée qui peuvent générer de la *tracking error*.

Le schéma simplifié suivant⁷⁰ présente le fonctionnement général d'un fonds en réplification synthétique avec TRS :



Source : AMF

En pratique, outre la nécessaire rémunération de la contrepartie, la performance contractuelle des actifs reçus peut être ajustée d'un paramètre ou « *spread* », positif ou négatif. Ce *spread* dépend de plusieurs paramètres de marché et notamment celui du prêt-emprunt des différents titres.

Il en résulte que deux types d'actifs sont à considérer dans le fonctionnement de ce type d'OPC :

- les actifs auxquels **s'expose** l'OPC sans détention de ceux-ci : le fonds ne détient pas ces actifs mais reçoit leur performance par le biais du TRS ;
- les actifs **détenus** par l'OPC sans exposition à ceux-ci : le fonds détient ces actifs mais cède leur performance par le biais du TRS. Dans une structure synthétique dite « *unfunded* » (structure communément utilisée en France), le fonds est propriétaire de ces actifs. Bien qu'étant propriété du fonds, ces titres sont parfois - abusivement - appelés « **collatéral** » de l'OPC en ce que l'OPC ne sera exposé à la variation de leur valeur qu'en cas de défaut de la contrepartie.

Ce schéma illustre que, s'agissant d'une réplification synthétique, les actifs effectivement **détenus** par l'OPC ont économiquement une importance secondaire sur le profil de rendement de l'OPC (ils n'ont économiquement d'importance pour le fonds qu'en cas de défaut de la contrepartie) par rapport aux actifs auxquels l'OPC **s'expose** via le TRS.

Le recours à cette technique financière est répandu et encadré par plusieurs textes tels que les orientations de l'ESMA⁷¹ ou le règlement SFTR⁷² qui traitent notamment de la transparence aux investisseurs du cadre de recours à ces techniques. Elle doit en outre tenir compte des exigences prévues par le règlement EMIR⁷³ (déclaration, contractualisation, gestion du risque de contrepartie, ...).

3.4.2. RECOURS AU TOTAL RETURN SWAP PAR LES FONDS ESG OU THEMATIQUE A DIMENSION RESPONSABLE

⁷⁰ Dans le cas présent, on considère une réplification avec une seule contrepartie, et en une seule étape sans passer par une référence de marché.

⁷¹ Orientations de l'ESMA sur les fonds cotés et autres questions liés aux OPCVM ([ESMA 2014/937](#)) auxquelles l'AMF se conforme (position DOC-2013-06).

⁷² [Règlement \(UE\) 2015/2365](#) du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres.

⁷³ [Règlement \(UE\) 648/2012](#) du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

L'AMF note le développement de l'utilisation de TRS dans le cadre de fonds mettant en avant la prise en compte de critères ESG dans leur communication. A juillet 2019, moins de cinq OPC français présentant ces caractéristiques ont été identifiés par l'AMF. Ce développement apparaît plus marqué sur d'autres produits obligataires cotés (*certificats, exchange traded notes...*) ou encore les produits structurés.

Or, la prise en compte des dérivés fait l'objet d'interrogations dans la gestion avec prise en compte de critères extra-financiers. A titre d'illustration, l'utilisation de TRS à des fins d'exposition est proscrite dans les référentiels des labels publics ISR et GreenFin⁷⁴. Au contraire d'autres labels étrangers tels que le label privé belge *Towards Sustainability* admettent de tels dérivés, notamment sous réserve que le portefeuille d'exposition et le portefeuille détenus soient conformes aux exigences du label⁷⁵. Cette utilisation s'accompagne d'obligation de *due diligence* ESG sur les contreparties de ces instruments. Le label luxembourgeois LuxFlag n'exclut pas l'utilisation de dérivés et n'apporte aucune condition spécifique⁷⁶.

Sans prétendre à une généralisation à l'ensemble des situations (dérivés utilisés à des fins de couverture...), le cas particulier des fonds mettant en avant la prise en compte de critères ESG dans la sélection des titres auxquels ils sont exposés et utilisant des TRS pose des questions spécifiques sur les opérations de couverture qu'effectuent les **contreparties des TRS des OPC** et notamment :

1. les actifs auxquels s'exposent les OPC - et dont la sélection prend en compte des critères ESG - font-ils l'objet d'un investissement effectif par les contrepartie de TRS et, le cas échéant, dans quelles conditions (proportion, systématisme, ...) ?
2. les actifs détenus par les OPC – et dont la sélection peut également prendre en compte des critères ESG - font-ils, si l'on considère l'ensemble du schéma de structuration (fonds, et contrepartie), l'objet d'un investissement effectif ?

Si la première question est générale aux dérivés offrant une exposition (*swaps, futures, notes structurées...*), la deuxième est plus spécifique à la réplique synthétique.

Pour répondre à ces questions, l'AMF a interrogé quatre des plus grandes banques d'investissement françaises ainsi que l'Association Française des Marchés Financiers (« AMAFI »). Les descriptions figurant *infra* sont issues de ces échanges.

3.4.3. INVESTISSEMENT DANS LES TITRES AUXQUELS S'EXPOSENT LES OPC VIA LE TRS

Les contreparties bancaires des OPC, qui doivent servir aux fonds la performance après prise en compte de critères « ESG », déclarent couvrir l'exposition par une réplique physique systématique des expositions proposées aux fonds sans prise de risque de marché. En effet, les contreparties déclarent ne pas disposer d'un budget de risque leur permettant de procéder à des écarts matériels par rapport à l'exposition proposée aux OPC. En pratique, les titres peuvent être soit prélevés sur l'inventaire existant de la contrepartie, soit achetés.

Les différences introduites par rapport à un investissement effectif en direct par le fonds seraient principalement des écarts *intraday* liés à des couvertures *proxy* utilisées par exemple pour répondre à un ajustement de notionnel rapide (e.g. acquisition en cours de séance d'un future sur Eurostoxx 50 en tant que proxy d'expositions sur l'EURO iSTOXX® 50 ESG Focus).

⁷⁴ Pour la gestion actions, le [référentiel du label ISR](#) et du [label Greenfin](#) prévoient : « *Utilisation de dérivés à titre d'exposition : l'utilisation à titre d'exposition doit revêtir un caractère provisoire. Le reporting du fonds et les compléments éventuellement apportés doivent permettre à chaque société de gestion d'expliquer comment elle procède et en particulier d'illustrer le caractère provisoire de l'utilisation de dérivés à titre d'exposition.* »

⁷⁵ S'agissant des produits structurés, le [référentiel du label Towards Sustainability](#) prévoit : « *Structured products typically consist of an asset portfolio, providing the funding, and a derivatives part, providing the return. In principle, both parts of the portfolio need to be evaluated on their sustainability.* »

⁷⁶ Cf. [référentiel du label LuxFlag](#)

Toutefois, à ce stade, les contreparties ont indiqué ne donner aucun engagement contractuel aux OPC sur un investissement effectif dans les actifs auxquels ils sont exposés ou un reporting leur permettant d'évaluer les quantités de titres effectivement investis par les contreparties dans ceux-ci au titre de leur couverture du TRS.

Par ailleurs, les contreparties peuvent optimiser leur portefeuille de couverture (optimisation des positions longues ou « *trésorerie titres* ») et ainsi améliorer la rentabilité desdites contreparties mais également les conditions financières proposées aux fonds. Cette amélioration passe généralement par le prêt des titres détenus. En effet, l'ensemble des contreparties interrogées s'autorisent à réaliser, sans limite dans le temps ou dans la proportion, des prêts de titres détenus en couverture de l'exposition délivrée aux OPC. Cette possibilité aurait un impact matériel sur les conditions financières du TRS dont bénéficient les OPC : l'impact dépend des conditions de marché mais est évalué jusqu'à plus de 20 points de base par certains acteurs à mai 2020. En effet, outre la perception de revenus financiers, le recours au prêt de titres permet également de réduire les fonds propres immobilisés au titre du ratio de levier. Ce faisant, ces titres pourraient être prêtés, par exemple afin de permettre l'exercice de droits de vote par un emprunteur ou afin de réaliser une vente à découvert sur le titre. Dans ce type de schéma, les porteurs de parts de l'OPC bénéficient indirectement d'une partie des produits issus des prêts de titres réalisés. Il est à noter que dans le cadre d'un fonds en réplication physique, le fonds aurait également la possibilité de prêter lui-même les titres. Néanmoins, dans ce cas, la réglementation applicable impliquerait un degré d'information supérieur vis à vis de l'investisseur (l'information apparaissant dans le prospectus et les résultats dans les rapports périodiques). En outre, dans la pratique, de nombreuses SGP souhaitant communiquer sur les aspects extra-financiers de ce type de produits limitent cette possibilité de prêt notamment afin de pouvoir exercer leurs droits de votes.

Ainsi, les opérations de prêts étant réalisées par la contrepartie sur des actifs qui ne sont pas détenus par le fonds, les porteurs, au contraire d'un schéma en réplication physique, ne sont en règle générale pas informés de la possibilité de réaliser des opérations de prêts de titres par les contreparties ou de la compatibilité de ces prêts avec le critère de « gouvernance » que les OPC peuvent mettre en avant dans leur objectif ou politique d'investissement. A noter que les titres détenus par les banques peuvent également faire l'objet de prêts à d'autres desks pour leurs besoins propres (e.g. *desk de market making*)

S'agissant des techniques d'optimisation ainsi réalisées, les acteurs bancaires rencontrés ont indiqué ne donner aucune précision aux OPC sur les prêts de titres qui peuvent être réalisés ni sur la compatibilité de ceux-ci avec les politiques d'investissement et objectifs de gestion des OPC. Elles n'ont en outre pas identifié de demandes en ce sens de la part des SGP.

Pour autant et contrairement à la question de l'investissement effectif des sommes dans les actifs d'exposition, ces questions « d'optimisation » des revenus des OPC par le recours au prêt de titre ne sont pas spécifiques à l'utilisation de TRS mais concernent plus largement la gestion avec prise en compte de critères extra-financiers.

3.4.4. INVESTISSEMENT DANS LES TITRES DETENUS PAR L'OPC ET EXERCICE DES DROITS DE VOTE

Les échanges avec les contreparties illustrent le fait que les titres détenus par les OPC font l'objet d'une couverture par la contrepartie, selon différentes modalités, dont notamment :

- **Compensation en interne** par un intérêt acheteur (utilisation des « *book* » internes de la contrepartie) ;
- Constitution d'une **position courte** *via* une opération d'emprunt. Sans que ce schéma ne soit le seul mis en œuvre, les contreparties peuvent être amenées à réaliser ces opérations pour des expositions actions selon les modalités suivantes :
 - o au moment de l'acquisition du titre par l'OPC : La contrepartie **emprunte** le titre sur une durée longue⁷⁷ à un prix P_0 donné au début de la détention du fonds et **vend** simultanément ce titre. Ce titre peut être vendu directement à l'OPC pour éviter de passer deux ordres sur le marché. Cela crée une position à découvert sur le bilan de la banque que vient compenser la réception régulière des performances du titre détenu par le fonds ;

⁷⁷ Dans l'idéal durée correspondant à l'échéance du fonds, sinon durée plus courte qui nécessitera de *roller* la position dans le futur.

- lorsque le titre est cédé par l'OPC : La contrepartie **met fin à l'opération d'emprunt**, et rachète le titre à son prix du moment P_t afin d'honorer son obligation de restitution à la contrepartie prêteuse : l'opération est sans risque de marché pour la contrepartie.

Par cette opération la contrepartie s'expose donc à la fluctuation de la valeur du titre détenu par l'OPC et voit la performance à laquelle elle est exposée via le TRS neutralisée. La différence résiduelle entre les deux opérations est liée au coût de l'emprunt du titre supporté par la contrepartie et qui est retranscrit dans le TRS.

Dès lors, en prenant en compte l'intégralité du schéma (OPC et contrepartie), il n'existe pas à proprement parler d'investissement (i.e. pas de flux acheteurs nets sur les titres en question) dans les sociétés auxquels les fonds sont exposés : un acteur (l'OPC) a acheté le titre, un autre (la contrepartie) l'a vendu à découvert ou compensé avec ses intérêts internes.

A ce titre, la mise en avant prononcée de la prise en compte de critères ESG dans le choix des titres détenus par l'OPC entraîne un risque de mauvaise commercialisation. Il s'agit donc de veiller à la cohérence entre le dispositif mis en place et « l'image » de l'OPC vis-à-vis de l'investisseur, afin de ne pas « afficher » des titres par exemple controversés à l'actif de l'OPC. Pour autant, ces titres ne sont en règle générale pas les mêmes que ceux auxquels est exposé l'OPC.

Par ailleurs, les échanges avec les SGP montrent qu'il existe des pratiques hétérogènes sur l'exercice des droits de vote des titres détenus par les OPC lorsque ceux-ci sont des actions. En effet, comme indiqué plus haut, certaines SGP perçoivent en général ces titres comme du « collatéral » substituable sans vision de long terme : elles ne développent donc pas toutes une politique d'engagement sur ces titres. Notamment, le marché du prêt/emprunt de titres étant usuellement plus attractif en période d'assemblée générale, les titres détenus par l'OPC sont susceptibles d'être remplacés par d'autres titres en phase d'exercice de droits de vote.

Par ailleurs, concernant les titres auxquels le fonds est exposé et qui sont éventuellement détenus par la contrepartie, les échanges avec les contreparties illustrent que celles-ci n'exercent à ce stade pas de droit de vote sur les actifs auxquels les OPC sont exposés, ce qui est cohérent avec le prêt ou leur vente à découvert par les contreparties.

3.4.5. COMPARAISON PAR RAPPORT AUX PRATIQUES OBSERVEES ET FORMALISATION D'UNE DOCTRINE DE L'AMF

Les échanges avec les contreparties bancaires françaises de TRS mettent en évidence plusieurs spécificités qu'il est nécessaire de prendre en compte lorsque les OPC mettent en avant la prise en compte de critères ESG, tant dans les actifs détenus que les actifs auxquels ils sont exposés.

En effet :

- les actifs auxquels sont exposés les fonds font *a priori* l'objet d'un investissement par les contreparties sans qu'elles ne donnent toutefois un engagement contractuel ou des moyens de vérification aux SGP à cet égard. Celles-ci peuvent réaliser, sur la base de ces titres, des opérations de prêt de titres à des fins d'optimisation et n'exercent en général pas leur droit de vote, ce qui ne permet pas aux SGP de communiquer sur l'existence d'une politique d'engagement sur le portefeuille d'exposition de ces OPC ;
- les actifs détenus par les fonds ne font *a priori* l'objet d'aucun flux net d'investissement du fait de la couverture mise en œuvre par la contrepartie ;
- il existe des pratiques variables sur l'exercice des droits de vote lorsque ces fonds sont exposés en actions.

L'AMF observe que les documents règlementaires des OPC utilisant ces pratiques mettent généralement en avant :

- la construction d'un **portefeuille d'exposition** composé d'actifs sélectionnés selon différentes approches prenant en compte des critères extra-financiers : approches thématiques, *best-in-universe* avec exclusion.... Ces documents ne donnent aucune précision sur le portefeuille de couverture constitué par la contrepartie (investissement effectif dans les actifs, prêt de titres, ...) ;
- la prise en compte de critères ESG dans la sélection des **titres détenus** dans l'objectif de gestion et/ou la politique d'investissement de l'OPC. Selon les cas, le fonds peut appliquer ou non un filtre extra-financier

plus ou moins exigeant à ces titres, qui sera alors détaillé ou non dans le prospectus. En absence de tel filtre, des OPC peuvent être amenés à détenir des titres qui n'ont pas de lien direct avec leur stratégie thématique ou ESG (e.g. détention en direct de valeurs automobiles ou textiles pour des fonds thématiques exposés à des valeurs énergies renouvelables).

De plus, une SGP indiquait à tort dans son code de transparence que son volet sur l'engagement actionnarial s'appliquait à l'ensemble de ses OPC sans mentionner qu'il ne s'appliquait pas à ceux qui utilisent une approche en réplcation synthétique.

Par ailleurs, les reportings *ex-post* sur les performances ESG de l'OPC portent généralement sur le portefeuille d'exposition et non le portefeuille d'actifs détenus sans que cela ne soit systématiquement mentionné. Ainsi :

- certains OPC mettant en avant une réduction de leur empreinte carbone explicitent dans les caractéristiques essentielles de l'OPC que l'empreinte carbone calculée ne prend en compte que celle des actifs auxquels l'OPC est exposé, pas ceux issus des titres qu'il détient ;
- certains OPC mettant en avant une exposition thématique sectorielle communiquent sur les notations ESG du portefeuille d'exposition, sans communiquer sur le portefeuille détenu.

Ces observations amènent l'AMF à formuler la position et les recommandations suivantes⁷⁸.

Position n°1 applicable à certains placements collectifs communiquant sur la prise en compte de critères extra-financiers dans la gestion

Au vu du cadre opérationnel ou contractuel existant, la communication sur la prise en compte de critères extra-financiers des fonds recourant de façon très significative aux Total Return Swap devrait être proportionnée et limitée à la catégorie de communication réduite (au sens de la position-recommandation AMF-2020-03), sous réserve de satisfaire certaines conditions qui sont mentionnées *infra*.

1. L'AMF considère qu'en l'absence de certitudes sur la non-dégradation des caractéristiques extra-financières de l'exposition des fonds induites par la modalité de couverture retenue par la contrepartie, les fonds utilisant des Total Return Swaps (TRS) pour une proportion très significative de leur actif net ne peuvent pas communiquer de façon centrale sur la prise en compte de critères extra-financiers.
2. Afin de pouvoir communiquer de façon réduite sur la prise en compte de critères extra-financière dans les fonds utilisant les TRS pour une proportion très significative de leur actif net, l'AMF considère que :
 - a. ces fonds ne doivent pas mentionner dans leur documents commerciaux ou DICI les caractéristiques extra-financières des titres **détenus** par les OPC et dont la performance est échangée par le TRS ;
 - b. au global, l'approche mise en œuvre par l'OPC - ce comprenant son portefeuille d'exposition - doit être significativement engageante ;
 - c. les porteurs doivent être informés dans la documentation légale que les droits de vote attachés aux titres auxquels est exposé l'OPC ne seront pas exercés par les contreparties, sauf situation particulière à décrire ;

Cette position est également intégrée dans le champ de la position n°7 de la position-recommandation DOC-2020-03 relative à la commercialisation en France d'OPCVM étrangers. Cette position rentre en application dans 6 mois à compter de la publication du présent rapport à l'ensemble des fonds concernés existant à cette date. Si les fonds concernés n'arrivent pas démontrer l'absence de dégradation des caractéristiques extra-financières induites par la modalité de couverture retenue par la contrepartie, ceux-ci peuvent par exemple profiter de cet intervalle pour adapter leur communication sur la prise en compte de critères extra-financiers .

⁷⁸ En lien avec attentes de l'AMF quant au respect des articles L. 533-12 et L. 533-22-2-1 du CMF sur le contenu de l'information donnée aux porteurs (« contenu exact, clair et non trompeur »).

Pistes de travail pour les acteurs et la Place

Afin de faire évoluer le contexte actuel, une évolution pourrait consister à ce que les contreparties et les sociétés de gestion développent un cadre robuste et homogène pour le développement de l'offre de produits d'expositions ESG, en lien, par exemple, avec les associations professionnelles. Ce cadre pourrait permettre aux OPC, notamment de :

- disposer d'informations sur les modalités de couverture des expositions (sans remettre en cause la nécessaire séparation entre les activités des contreparties et des fonds) ;
- disposer d'une assurance raisonnable qui permet l'absence de dégradation des caractéristiques extra-financières, le cas échéant assortie d'un reporting périodique sur le montant de titres ainsi détenus ;
- le cas échéant, disposer d'une information sur l'existence d'opérations de prêts sur les titres auxquels l'OPC s'expose et leurs modalités : pourcentage maximum, rapatriement des titres en période d'assemblée générale, etc.

L'AMF pourra évaluer les propositions et dispositifs mis en œuvre par les acteurs pour répondre à ce point et, le cas échéant, revoir la portée de la position susmentionnée

3.4.6. CAS PARTICULIERS DES FONDS A FORMULE

Les fonds à formule constituent un cas particulier de fonds recourant aux TRS pour atteindre leur objectif de gestion. Ces produits, tout comme les titres de créances structurés (et notamment les EMTN structurés), font généralement appel à des TRS pour délivrer leur formule. Comme indiqué dans le [guide AMAFI-AFG](#), ces produits utilisent comme « sous-jacent » de leurs formules des indices utilisant un « filtre ESG » et mettant ainsi en avant des caractéristiques extra-financières (*low carbon*, financement de la transition énergétique...). Pour les 3 banques interrogées, les encours liés à ces produits sont significativement supérieurs à ceux des encours sur produits « delta-one » décrits plus haut.

Du fait de la présence des mécanismes de la formule, ces produits ne viennent en pratique que partiellement investir dans l'indice sous-jacent. En effet, la contrepartie dispose d'un portefeuille de couverture évolutif composé d'instruments financiers à terme divers (options, couvertures de volatilité...). De ce fait, seule une **portion** des sommes investies est en réalité affectée à l'acquisition des composantes des sous-jacents de cet indice dont les caractéristiques extra-financières sont mises en avant dans la documentation commerciale des produits. Cette portion est variable puisqu'elle est déterminée par la définition du portefeuille de couverture, qui dépend de l'évolution des conditions de marché (évolution de l'indice, des volatilités des options, etc.), de la formule considérée, ainsi que du passage du temps.

En raison du développement rapide de ces produits, l'AMF évaluera l'opportunité de faire évoluer sa doctrine sur la commercialisation des produits sur indices ESG, en collaboration avec les professionnels et les associations.

4. LA REFERENCE PAR LES OPC AUX EMISSIONS DE GAZ A EFFET DE SERRE

4.1. INTRODUCTION

A l'occasion de la loi Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises (PACTE) du 22 mai 2019, le législateur a confié la mission à l'AMF de « *veiller à la qualité de l'information fournie par les sociétés de gestion* »

pour la gestion de placements collectifs sur leur stratégie d'investissement et leur gestion des risques liés aux effets du changement climatique »⁷⁹. Cette mission vient renforcer l'action déjà menée par l'AMF, notamment dans le cadre des travaux réalisés pour le suivi de la mise en place de l'article 173 (voir partie 5). Dans le cadre de ce nouveau rapport, l'AMF a décidé d'investiguer la qualité de l'information relative aux émissions de gaz à effet de serre (« GES »), donnée utilisée de manière de plus en plus fréquente par les sociétés de gestion, pour des objectifs variés. La présente partie ne couvre pas les autres métriques climatiques (notamment les scores de transition climatique) du fait de leur maturité moins avancée et de leur utilisation encore limitée à certains acteurs au moment des investigations. Par ailleurs, il est à noter que, dans ce premier exercice, l'AMF s'est concentrée sur les émissions de gaz à effet de serre mesurées par les entreprises qui font ensuite l'objet d'investissement par les fonds sous forme de titres. Ainsi, le sujet de la mesure de l'empreinte carbone d'un immeuble, pertinente dans le cadre d'un fonds immobilier, n'est pas abordé ici.

Comment mesure-t-on les émissions de Gaz à effet de serre ?

Au sens du [GHG Protocol \(pour Greenhouse Gaz\)](#), il existe 6 familles de gaz à effet de serre identifiés par le protocole de Kyoto⁸⁰. Leur influence sur le système climatique est calculée par leur « potentiel de réchauffement global ». Celui-ci correspond à la comparaison du forçage radiatif d'un kilo de gaz en question par rapport à un kilo de CO₂ sur un horizon temporel de 100 ans. Ainsi, selon le 5^e rapport du GIEC, le pouvoir réchauffant du méthane serait d'environ trente fois supérieur à celui du CO₂⁸¹. Les émissions de gaz à effet de serre d'une entité sur une période donnée sont donc mesurées **en tonnes d'équivalent CO₂ ou tCO_{2e}**.

Les sociétés de gestion utilisent l'information relative aux émissions carbone des émetteurs (entreprises, Etats) dans lesquels les fonds investissent sous des angles et selon des métriques variées. Ainsi, cette information peut être utilisée afin :

- de **communiquer aux investisseurs** des données d'émissions de GES du portefeuille pour montrer leur attention portée au sujet, en la comparant généralement à un *benchmark* ;
- de prendre en compte les émissions carbone dans leur **objectif de gestion ou politique d'investissement** :
 - o soit en l'agrégant à de nombreuses autres informations qualitatives et quantitatives dans le cadre de *scoring* E, S et G, ou encore en facteur direct et principal de **sélection** (fonds « *low carbon* » qui promettent un portefeuille d'investissement ayant par exemple une intensité carbone réduite de 50 % par rapport à celle de l'univers d'investissement de référence, comme les valeurs composant l'indice Eurostoxx 50) ;
 - o soit en mettant en avant une action sur le montant absolu d'émissions : fonds dont la SGP « compense » l'empreinte carbone par l'achat de certificats carbone (qui a donné lieu cette année à la publication d'un [guide de l'AMF](#)), mais aussi des fonds mettant en avant des aspects de « neutralisation » de l'empreinte carbone, en développant des méthodologies mettant en regard émissions « évitées » et émissions « induites » ;
- de les prendre en compte dans leur **gestion des risques** (e.g. risques de « transition » liés à la mise en place d'un modèle économique bas carbone et pouvant résulter de l'imposition de nouvelles réglementations, de l'évolution des préférences des consommateurs ou du prix des matières premières,

⁷⁹ Cf. [Article L. 621-1](#) du Code monétaire et financier introduit par la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises ([loi PACTE](#), article 77 I 29°).

⁸⁰ Gaz identifiés par l'annexe II de la [Directive 2003/87/EC](#) : dioxyde de carbone (CO₂), méthane (CH₄), protoxyde d'azote (N₂O), hydrocarbures fluores (HFC), hydrocarbures perfluores (PFC), hexafluorure de soufre (SF₆).

⁸¹ La limite d'une telle conversion résulte notamment d'approximations dans la prise en compte du facteur temps : le potentiel de réchauffement global de chaque gaz à effet de serre n'est pas le même dans le temps : une tonne de méthane a un potentiel de 28 fois celle du CO₂ sur 100 ans (et représente ainsi 28 équivalent CO₂, 100 ans étant la période par défaut prise en compte) mais un potentiel de 84 fois celui du CO₂ sur 20 ans

etc. et « risques physiques » liés par exemple à l'augmentation de fréquence de catastrophes naturelles, par exemple notamment sur des fonds d'infrastructures)⁸² ;

- de les prendre en compte à des fins de dialogue avec l'émetteur dans le cadre d'une **politique d'engagement** de la SGP.

A ce stade, l'AMF note peu d'utilisation de ces données à des fins de gestion des risques ou d'intégration dans la politique d'engagement, même si certains gérants commencent à intégrer des mesures d'intensité carbone (voir ci-après) pour évaluer l'exposition de leurs portefeuilles aux actifs fortement carbonés⁸³. La prise en compte de ces informations dans la gestion des risques devrait néanmoins augmenter à mesure que les risques liés au réchauffement climatique deviennent plus manifestes et pour répondre aux attentes des clients et des superviseurs⁸⁴.

Un certain nombre de gérants, en France et dans le monde, se sont aussi engagés à appliquer les [recommandations de la Task Force on Climate-related Financial Disclosures](#) (TCFD) publiées en juin 2017. Certaines recommandations concernent spécifiquement la gestion d'actifs (p. 38 et suivantes)⁸⁵ :

- sur le pilier stratégie : description par les gestionnaires d'actifs de la manière dont sont pris en compte les risques et opportunités liés au changement climatique dans les décisions d'investissement ; description de l'impact de la transition bas-carbone sur les produits financiers ;
- sur la gestion des risques : description de l'engagement avec les sociétés en portefeuille (dont encouragement à une plus grande transparence) ; description de la manière dont éventuellement les risques liés au changement climatique sont identifiés et évalués au sein de chaque produit ou stratégie d'investissement (avec détails sur les ressources et outils spécifiques) ;
- sur les métriques et cibles : description détaillée ; description de l'évolution des métriques si nécessaire ; tout en reconnaissant les limites, la TCFD recommande de publier la moyenne pondérée de l'intensité carbone des portefeuilles et stratégies d'investissement lorsque la donnée est disponible ou peut être raisonnablement estimée ; description des méthodologies.

Enfin, les évolutions réglementaires, déjà citées, vont aussi encourager cette tendance :

- au niveau européen :
 - o modifications des cadres OPCVM et AIFM pour intégrer explicitement la prise en compte des risques ESG dans les organisations, les processus et la gestion des risques des gérants⁸⁶ ;
 - o entrée en application du règlement européen 2019/2088 ([Règlement « disclosure »](#)) qui impose aux SGP de publier de l'information à leur niveau ainsi qu'au niveau de leurs produits sur la prise en compte des risques d'impact financier sur les placements (« risques en matière de durabilité ») et des risques d'externalités négatives de ces placements sur les aspects ESG (« facteurs de durabilité), cf. partie 5.1.2.
 - o le règlement Disclosure prévoit également que les institutions financières qui rendent compte des impacts de leurs décisions d'investissement sur les facteurs ESG (que cela soit de manière volontaire ou obligatoire car elles excèdent le seuil fixé de 500 salariés) publient des informations sur lesdits impacts. Les projets de normes techniques (regulatory technical standards) qui viendront préciser cette disposition, et soumis à consultation par les autorités

⁸² Voir par exemple, FFA, *Guide d'évaluation du risque climat dans les portefeuilles d'investissement* (2018) ; I4CE, *Gérer les risques de transition de son portefeuille* (2017).

⁸³ Voir premier rapport conjoint de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et de l'AMF sur le suivi et l'évaluation des engagements climat des acteurs de la Place financière de Paris. Un extrait du rapport portant sur les [politiques charbon des banques, assureurs et sociétés de gestion de la Place de Paris](#) a été publié en novembre 2020. Le rapport complet sera publié en décembre 2020.

⁸⁴ Voir, par exemple, Bafin, [Guidance Notice on Dealing with Sustainability Risks](#) (septembre 2019).

⁸⁵ Voir rapport conjoint ACPR/AMF à paraître pour une analyse de la mise en œuvre des recommandations de la TCFD par un échantillon d'acteurs financiers signataires français.

⁸⁶ Ces modifications, prévues par le Plan d'action de la Commission européenne, ont donné lieu à un [avis technique](#) de l'ESMA, publié le 30 avril 2019.

européennes de supervision à l'été 2020, proposaient que ce *reporting* inclut un certain nombre d'indicateurs utilisant des données carbone, incluant notamment le scope 3. Ces normes techniques devraient être finalisées pour janvier 2021. Elles contribueront aussi à renforcer l'utilisation de données carbone par les gérants⁸⁷.

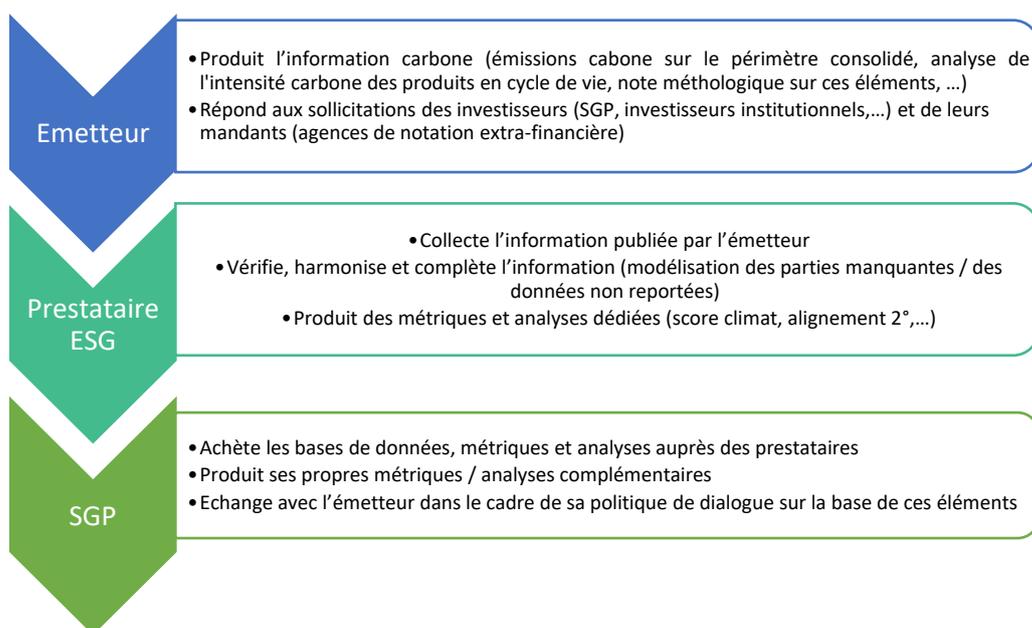
- au niveau français : évolution du dispositif de l'article 173 telle que prévue par [la loi Energie et climat](#).

Dans le cadre de ce rapport, les analyses se sont concentrées principalement sur l'utilisation de ces données carbone à des fins de communication et d'utilisation dans l'objectif de gestion ou politique d'investissement.

En fonction des cas, les informations carbone peuvent en effet revêtir une importance primordiale dans la gestion des OPC et leur communication. **Pour accompagner ce mouvement, et veiller aux conditions de développement de ce type de produits, l'AMF a voulu – après un état des lieux des pratiques - expliciter ses attentes vis-à-vis des acteurs qui utilisent de telles données.**

A ce titre, comme le rappelle la synthèse des contrôles SPOT sur les dispositifs de gestion ISR des sociétés de gestion de portefeuille et l'intégration des critères ESG publiée par l'AMF à l'été 2019⁸⁸, les différentes utilisations des données liées aux émissions de gaz à effet de serre impliquent, pour la SGP, de veiller à la qualité de la donnée, avec des spécificités selon les utilisations. **Comme présenté à la section 4.5, ces attentes sont proportionnées en fonction du degré de sophistication et de l'utilisation qui en est faite.** Ainsi une vigilance moindre est attendue pour des SGP utilisant cette information à des fins de reporting *ex-post* par rapport à celles l'intégrant dans leur objectif de gestion.

Le schéma de production et d'utilisation de l'information relative aux gaz à effet de serre est assez semblable à celui des autres données ESG. En pratique, la donnée carbone est généralement produite par l'émetteur puis collectée, vérifiée, harmonisée et complétée par des prestataires (agences de notations extra-financières, fournisseurs spécialisés dans des notations ou méthodologies carbone). Les SGP intègrent ensuite cette information dans leurs processus et, le cas échéant, les agrègent au niveau du portefeuille. Dans certains cas, notamment en l'absence de données fournies par l'émetteur, les données peuvent aussi être estimées. Le processus peut être retranscrit de manière simplifiée par le schéma suivant :



⁸⁷ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-consult-environmental-social-and-governance-disclosure-rules>

⁸⁸ Cf. [Publication de la synthèse](#) le 12 juillet 2019.

Source : AMF

Ce schéma n'est toutefois pas systématique : certaines SGP s'efforcent de collecter ou modéliser elles-mêmes la donnée, sans passer par un prestataire. Comme détaillé infra, un organisme à but non lucratif, CDP, déjà mentionné, a constitué la principale base de données déclaratives, regroupant les informations déclarées par plus de 8 000 sociétés en 2019.

L'objet de cette partie est de présenter les principales étapes de production des émissions de GES afin d'analyser les **zones d'attention pour les SGP** lorsqu'elles utilisent ces données, notamment dans le cadre de leur objectif de gestion, de leur politique d'investissement et de la communication aux clients.

Sont ainsi décrits :

- **l'utilisation des données** carbone effectuée en pratique par les SGP (métriques employées, publications effectuées, exemples de fonds prenant en compte ces données), en mettant en avant les principaux points d'attention nécessaires afin d'assurer la pertinence de la donnée (hypothèses sous-jacentes, limites, contrôles) ;
- le processus de **formation de la donnée carbone** (principes de calcul des émissions carbone des émetteurs, cas concrets de publication de bilan GES par les émetteurs) ;
- le **processus de collecte pour constituer des bases carbone**

L'objectif de ce rapport n'est pas de fournir des recommandations à destination des émetteurs⁸⁹ ou des agences de notation extra-financière, mais d'illustrer et d'attirer l'attention des SGP sur la manière dont les modalités de calculs et approximations peuvent avoir un impact sur les utilisations effectuées *in fine* par les SGP.

A partir des analyses menées et des constats effectués, des bonnes pratiques, positions et recommandations à destination des SGP sont mises en avant dans le chapitre. Les positions et recommandations feront l'objet d'une mise à jour de la doctrine de l'AMF.

4.2. UTILISATION DES DONNEES D'EMISSIONS DE GES PAR LES SGP

Une des utilisations principales des données carbone par les SGP vise à permettre la publication de métriques carbone au niveau **de leurs fonds**. Du fait de la nature même des fonds, c'est l'agrégation des mesures d'émissions carbone des différentes entreprises détenues en portefeuille qui permet d'obtenir la mesure au niveau du fonds. Cette agrégation repose sur plusieurs choix méthodologiques et hypothèses. **Si ces choix méthodologiques sont nécessaires pour parvenir à une communication simplifiée, ils requièrent des précautions et des explications pédagogiques vis-à-vis des investisseurs.**

La présente partie expose brièvement dans un premier temps les principes de construction de ces métriques au niveau d'un fonds et ses limites, puis décrit les modalités d'utilisation de ces informations par les SGP sous deux angles : publication de l'information et utilisation dans l'objectif du fonds.

4.2.1. PUBLICATION DE DONNEES CARBONE PAR LES SGP : QUELLE MESURE POUR LE PORTEFEUILLE ?

Dans son questionnaire ESG déjà cité, l'AMF a interrogé 50 SGP sur leurs modalités de calcul des métriques carbone des fonds. Les statistiques figurant *infra* ne peuvent pas être étendues à l'ensemble des SGP de la place mais elles permettent aux SGP moins avancées de se comparer par rapport à leurs pairs.

Il ressort de ce questionnaire que :

⁸⁹ Le lecteur intéressé par une vision plus exhaustive pourra se référer au Rapport 2019 de l'AMF sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale des sociétés cotées.

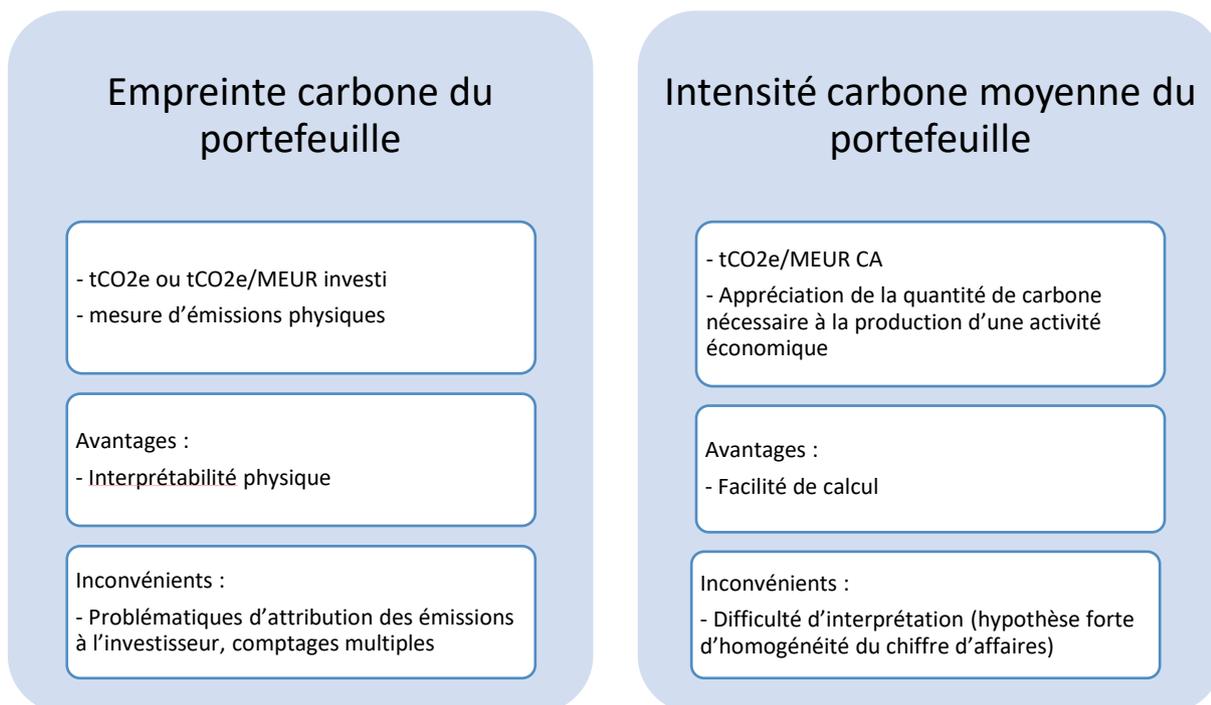
- les SGP interrogées sont une grande majorité à calculer une empreinte ou une intensité carbone pour au moins un des fonds qu'elles gèrent (92 %). Les SGP ne procédant pas à ces calculs sont spécialisées sur des classes d'actifs particulières (immobilier, capital investissement, infrastructures) ;
- les SGP ne calculent généralement pas ce type de métriques pour l'ensemble de leurs fonds, la plupart se concentrant sur des fonds intégrant un aspect climat (fonds ISR et thématiques), ayant atteint un certain niveau d'encours (fonds supérieurs à 500 MEUR d'encours soumis aux obligations particulières de l'article 173), ou encore investis dans des classes d'actifs spécifiques (généralement les fonds actions, pour lesquels le calcul d'une empreinte carbone est plus facilement réalisable, selon une approche « *equity* », cf. *infra*).
- environ **deux tiers des SGP interrogées indiquent avoir recours à un prestataire** pour les aider dans la réalisation du calcul de l'empreinte ou de l'intensité carbone des portefeuilles.

Deux types de métriques sont principalement utilisées par les SGP :

- **l'empreinte carbone du portefeuille ou du benchmark du fonds**, qui attribue un montant estimé d'émissions carbone à partir des investissements constatés dans le portefeuille. A l'instar des empreintes carbone des émetteurs, celle-ci représente un montant **absolu** d'émission en **tCO₂e**. Cela correspond donc à une grandeur physique interprétable. Son estimation est toutefois plus complexe qu'une mesure au niveau d'une entreprise (comptabilisation multiple des émissions, attribution des émissions au portefeuille...). En outre, afin que la grandeur soit directement parlante pour l'investisseur, elle est souvent divisée par l'encours du fonds (tCO₂e/M€ investi) de manière à permettre à l'investisseur de se représenter quel montant d'émissions de gaz à effet de serre est associée à son propre investissement.
- **l'intensité carbone du portefeuille ou du benchmark**, qui est une métrique qui apprécie la moyenne des émissions des émetteurs en portefeuille rapportées à leur chiffre d'affaires (CA). Contrairement à l'empreinte carbone, il s'agit d'un **indicateur moyen du portefeuille** qui s'exprime en **tCO₂e/M€ de CA**. Cette grandeur est plus facilement calculable mais également plus complexe à interpréter puisqu'elle ne correspond pas à une grandeur réelle et qu'elle repose sur le fait que le chiffre d'affaires soit un facteur pertinent d'explication des émissions pour tous les secteurs ainsi comparés⁹⁰.

Le tableau ci-dessous liste les caractéristiques, avantages et inconvénients identifiés relativement aux deux métriques.

⁹⁰ Un des avantages avancés de l'approche par intensité est le fait qu'elle permettait de corriger les « effets volumes » : ainsi, entre deux constructeurs automobiles produisant respectivement 2 millions et 5 millions de véhicules par an, le premier aura a priori moins d'émissions carbone que l'autre du fait de l'effet volume, ce qui ne signifie pas nécessairement qu'il est plus efficace du point de vue des émissions carbone, rapportées à chaque véhicule produit. Sous hypothèse d'une homogénéité des produits et des prix, l'approche intensité permet de corriger ce biais. Toutefois, si on reprend l'exemple ci-dessus, on peut prendre l'hypothèse que le constructeur automobile vendant plus de véhicules aura également une capitalisation et un endettement plus important : ainsi, pour un montant de détention égal dans le portefeuille du fonds, la fraction d'émissions attribuée au fonds sera plus faible.



Source : AMF

Le choix de l'une ou l'autre des mesures relève de chaque SGP au vu des spécificités des fonds gérés. *A contrario*, certains objectifs de gestion comme la compensation d'une empreinte carbone reposent nécessairement sur une mesure d'empreinte carbone et non d'intensité. En tout état de cause, il s'agit de deux mesures statiques qui présentent l'avantage de pouvoir être agrégées au niveau du portefeuille et donc de faciliter la communication, mais qui ne préjugent aucunement du positionnement du portefeuille par rapport à l'effort de transition vers une économie bas-carbone. Ainsi, le portefeuille peut être investi dans des entreprises aujourd'hui fortement émettrices de carbone/présentant une forte intensité carbone mais qui sont engagées dans des actions de transformation qui permettront de contribuer significativement aux efforts de transition dans les années à venir, ou au contraire dans des entreprises faiblement émettrices/avec une faible intensité carbone mais qui opèrent dans des secteurs d'activité (luxes, médias, ...) *a priori* sans impact sur la transition énergétique et écologique. Les mesures ne permettent pas non plus de rendre compte des efforts de transition engagés par les secteurs très carbonés⁹¹.

Par ailleurs, la communication aux investisseurs doit être adaptée à chaque métrique, compte-tenu de ses hypothèses et limites. En effet, afin de calculer ces indicateurs au niveau du portefeuille, la SGP doit répondre à plusieurs questions structurantes.

La plus importante d'entre elles est le sens à donner à l'agrégation de métriques carbone calculées au niveau de différents émetteurs. En effet, une telle agrégation repose sur une hypothèse de **comparabilité entre les données « brutes » que sont les empreintes carbone des émetteurs**. Cette hypothèse est généralement commune avec celles liées à l'intégration de données carbone dans l'objectif de gestion et fait l'objet de développements *infra*.

D'autres problématiques, plus spécifiques au calcul de métriques au niveau du portefeuille sont détaillées dans ce tableau.

Problématiques	Indicateur au niveau de l'OPC	
	Empreinte carbone	Intensité carbone

⁹¹ Voir rapport conjoint ACPR/AMF pour une discussion sur le secteur du charbon.

Comment prendre en compte les comptages multiples d'émissions au sein du portefeuille ?	Concernée	Non concernée
Comment calculer la proportion des émissions des émetteurs dont est responsable l'OPC ?	Concernée	Non concernée
Comment prendre en compte certaines actifs : dérivés, cash, prêt/emprunt, actifs avec données manquantes...	Concernée	Concernée

Les SGP, par elles-mêmes ou grâce aux prestataires sur lesquels elles s'appuient, ont apporté des réponses différentes à ces questions, ce qui entraîne des différences dans les métriques utilisées, indépendamment de la variabilité liée aux différences de données utilisées.

4.2.1.1. Empreinte carbone : prise en compte des émissions dont est responsable l'OPC

Tout comme pour une entreprise (cf. *infra*), la mesure de l'empreinte carbone d'un portefeuille vise à mesurer les émissions dont un portefeuille est perçu comme **responsable**. Toutefois, il est nécessaire d'adapter cette vision à ce qu'est un fonds, qui ne détient le plus souvent que des fractions d'entreprises ou d'actifs, sans influence dominante⁹². En pratique, une fraction des émissions est attribuée au fonds de manière proportionnelle à « l'implication » du fonds dans l'entreprise. Cette implication peut se mesurer sous deux formes principales :

- d'une part, une approche « **equity** » où l'implication est mesurée sur la base du pourcentage de détention du capital par le fonds (qui peut être vu comme une bonne approximation du pourcentage de droits de vote) : ainsi un fonds qui possède 2 % du capital d'une entreprise se verra attribuer 2 % des émissions de l'entreprise.
- d'autre part, une approche « **enterprise value** » où le fonds se voit attribuer un pourcentage d'émissions carbone correspondant schématiquement au financement de l'entreprise (somme des actions et des dettes de l'entreprise). Par exemple, un fonds qui possède 1 MEUR d'actions et 3 MEUR d'obligations d'une entreprise dont l'« *enterprise value* » est évaluée à 400 MEUR se verra attribuer une part de $(1+3)/400 = 1\%$ des émissions de l'entreprise.

Il est noté que ces approches ne permettent pas de rendre compte de la problématique des financements affectés, comme notamment les « *green bonds* ». Un détenteur de « *green bonds* » pourrait en effet justifier de considérer uniquement des émissions carbone différenciées liées au projet spécifique qu'il finance. Par cohérence, il serait alors nécessaire que les autres détenteurs d'actifs isolent ces émissions spécifiques ainsi que les sommes affectées afin de calculer leur empreinte carbone (*a priori* plus élevée) sur les périmètres résiduels.

Ces deux approches soulèvent, par ailleurs, des problèmes de stabilité dans le temps. En reprenant l'exemple ci-dessus, si nous supposons que l'entreprise procède à une nouvelle émission de dette pour 50 MEUR le pourcentage d'émissions attribuées au fonds passera de 1% à 4% / $(400+50) \sim 0,9\%$, soit 10% de réduction des émissions carbone sans aucune action concrète de l'entreprise ou de la SGP. Ces approximations n'invalident pas les approches des SGP, car elles sont nécessaires à la communication d'une grandeur simplifiée auprès des investisseurs, mais nécessitent des explications.

4.2.1.2. Empreinte carbone : scopes d'émissions et comptages multiples

Les émissions d'une entreprise sont rapportées par « *scope* » (périmètre), distinguant émissions directes et indirectes.

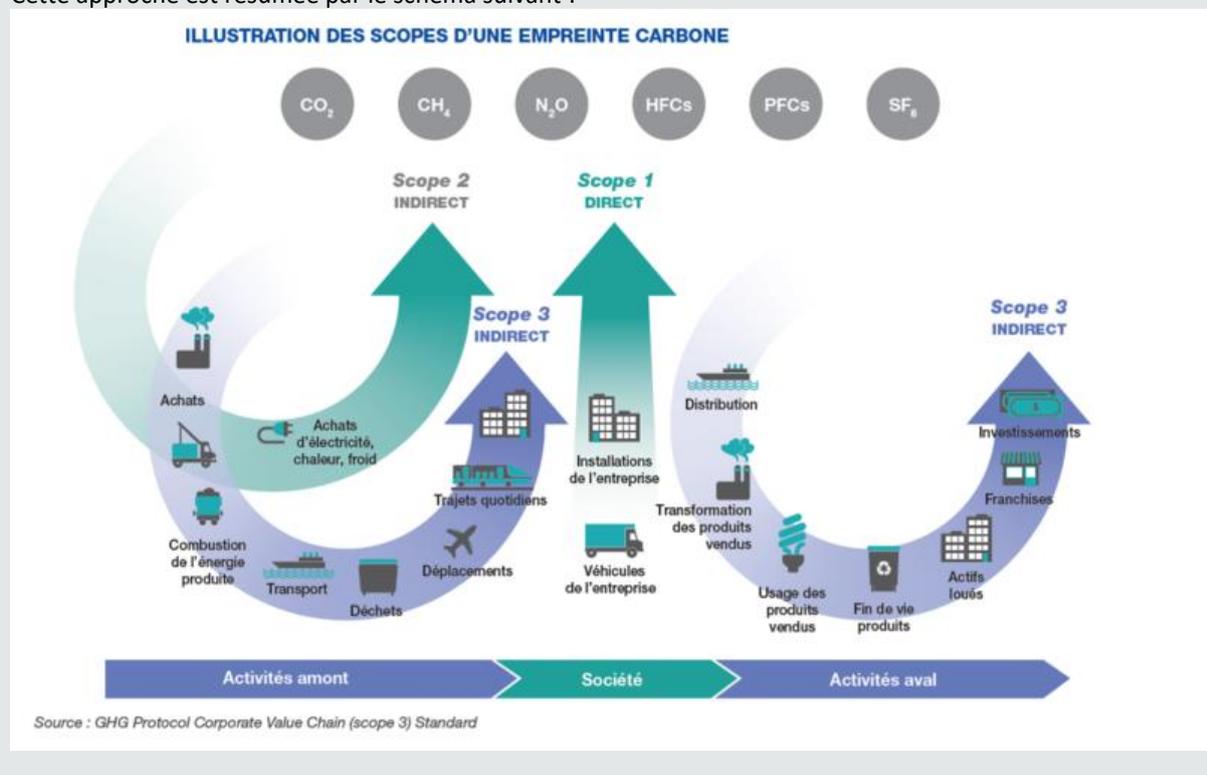
Les périmètres d'émissions d'une entreprise ou « *scopes* »

⁹² Hors fonds immobiliers, qui possèdent la plupart du temps les immeubles en intégralité, et hors fonds de capital investissement, qui peuvent disposer d'une influence dominante voire majoritaire dans une entreprise.

Le calcul du bilan en gaz à effet de serre d'une entreprise repose sur le principe d'une prise en compte des émissions dont cette entreprise peut être considérée comme économiquement **responsable**, et non uniquement des émissions qu'elle **produit** directement. Ainsi, les émissions sont divisées en trois périmètres :

- **Scope 1** : les émissions engendrées directement par l'entreprise (par exemple les émissions d'une cheminée d'usine) ;
- **Scope 2** : les émissions engendrées lors de la production des sources d'énergie utilisées par l'entreprise (par exemple, les émissions liées à la production de l'énergie utilisée par l'entreprise pour faire fonctionner son usine) ;
- **Scope 3** : les émissions produites par l'ensemble de la chaîne d'utilisation de l'entreprise :
 - o émissions **en amont** (par exemple les émissions engendrées par l'obtention des matières premières utilisées par une entreprise, comme des métaux pour un constructeur automobile)
 - o émissions **en aval** : émissions engendrées par l'utilisation des produits de l'entreprise (par exemple l'utilisation des véhicules d'un constructeur automobile).

Cette approche est résumée par le schéma suivant :



Du fait des recouvrements de scopes d'émissions, en additionnant mécaniquement les *scopes* 1, 2 et 3 de l'ensemble des entreprises du portefeuille d'un fonds, on obtient un montant d'émissions de GES supérieur aux émissions effectives de ces entreprises. En effet, schématiquement, si un fonds investit à la fois dans un producteur d'électricité et dans une entreprise cliente de ce producteur, la mise en œuvre des méthodologies ci-dessus aboutira à compter deux fois les émissions carbone du producteur d'électricité : une fois dans son *scope* 1, et une seconde fois dans le *scope* 2 de l'entreprise cliente. Si celle-ci fournit de plus un produit utilisé ensuite par une entreprise tierce dans le portefeuille du fonds, celle-ci comptabilisera également ces émissions dans son *scope* 3 si elle le prend en compte. En pratique, les entreprises étant rarement clientes exclusivement les unes des autres, l'identification de ces doubles comptages est difficile.

Le questionnaire réalisé par l'AMF illustre que les calculs de métriques prennent en compte les *scopes* 1 et 2. Une seule SGP a indiqué ne prendre en compte, à l'époque, que le *scope* 1, dans le but d'éviter les doubles comptages.

En revanche seul **un tiers des SGP déclare prendre en compte des éléments de *scope 3***, le plus souvent calculés par un prestataire. **Comme mentionné *infra*, cette réticence à utiliser des données sur le *scope 3* s'explique par l'absence de consensus actuel sur ces grandeurs ou le manque de disponibilité des données sur une partie substantielle de l'univers d'investissement.** Il est alors nécessaire d'expliquer pédagogiquement aux investisseurs les choix effectués par les SGP et leurs conséquences potentielles.

En fonction des méthodologies, la prise en compte du *scope 3* peut se limiter au *scope* amont (fournisseurs), voire aux fournisseurs de premier rang. **Il en ressort que la question des comptages multiples ou de l'absence de prise en compte des émissions de *scope 3* concerne potentiellement de nombreuses SGP.**

Plusieurs approches ont été identifiées afin de traiter la problématique des comptages multiples :

➤ Ignorer les comptages multiples

Cette approche peut être jugée conservatrice si on cherche à mesurer l'empreinte carbone dans l'absolu (par exemple pour la compenser, cf. 4.2.3.3). Elle ne permet pas en théorie d'appréhender correctement les comparaisons entre un portefeuille et son *benchmark*. Toutefois, en supposant les univers d'investissement homogènes entre le fonds et le benchmark (notamment sur les secteurs d'activité), il peut être considéré que les biais de double-comptage sont similaires entre le *benchmark* et le fonds.

➤ Diviser par 3 (en cas de prise en compte des *scopes 1, 2 et 3*) ou par 2 (prise en compte des *scopes 1 et 2*)

Cette approche permet de corriger l'aspect « trop » conservateur de l'approche précédente, sans impact sur la comparabilité (rapport proportionnel). Elle repose sur des hypothèses fortes, dont notamment :

- le fonds investit dans l'ensemble des entreprises participant au cycle de vie d'un produit, dans des proportions cohérentes avec le cycle de vie ;
- les émissions carbonées sont toutes liées à la production d'énergie (*scope 1* du producteur d'énergie), qui est utilisée pour fabriquer un produit intermédiaire (*scope 2* du fabricant du produit intermédiaire), et qui lui-même est utilisé pour livrer un produit final (*scope 3* du fabricant du produit final).

La réalité est beaucoup plus complexe, avec des pondérations sectorielles des portefeuilles non nécessairement corrélées aux considérations de cycle de vie des produits, des cas de perte d'émissions (*scope 1* sans réutilisation par quelqu'un d'autre) ou de schémas rallongés comprenant de nombreuses entreprises intermédiaires, chacune englobant les émissions de la précédente (par exemple si une marchandise unique passe par cinq intermédiaires différents, tous inclus dans le portefeuille du fonds).

➤ Adopter une approche par « chaîne de valeur »

Cette approche consiste à mesurer les émissions d'un produit en approche « cycle de vie », puis à identifier la valeur ajoutée de chaque entreprise à chaque étape de sa construction. Chaque entreprise se verra attribuer un montant d'émission correspondant à la fraction de sa valeur ajoutée dans la chaîne. Cette approche, qui revient à attribuer les émissions carbone d'un produit à celui qui tire profit de sa valeur plutôt qu'à celui qui émet effectivement des gaz à effet de serre, nécessite de pouvoir croiser les cycles de vie des produits avec les activités des entreprises, ce qui peut s'avérer complexe. En pratique, l'AMF n'a pas observé de mise en œuvre concrète de cette approche.

Par ailleurs, certaines entreprises possédant tout ou partie de parts d'autres entreprises, des double-comptages peuvent survenir, notamment dans les cas où une entreprise et sa filiale, toutes deux dans le portefeuille, reportent des émissions, chacune sur son périmètre, le périmètre de l'entreprise-mère englobant celui de la filiale. Le double comptage serait encore plus prégnant si sont prises en compte des émissions estimées sur les titres d'un Etat, qui englobent toutes les émissions des entreprises générées sur son sol national. Le cas ne semble cependant pas s'être produit en pratique.

Ainsi, les différentes méthodologies d'élimination des comptages multiples présentées apparaissent **soit impossibles à mettre en œuvre en pratique, soit sujettes à des biais et limitations significatifs**. De ce fait, il ne semble pas exister à l'heure actuelle de méthodologie harmonisée, ce qui nuit à la lisibilité et à la comparabilité des empreintes carbone.

4.2.1.3. Prise en compte des actifs particuliers

Le portefeuille d'un fonds est constitué d'actions et de titres de créance d'entreprises, mais également de titres souverains, de *cash*, de dérivés, d'opérations de prêt/emprunt de titres, etc. Des méthodes d'estimation de l'empreinte carbone ou de l'intensité carbone des Etats fondées sur les approches *corporates* existent (modélisation des données non déclarées par le biais d'approches proportionnées à des métriques telles le Produit intérieur brut, attribution d'une part à un fonds en fonction de la fraction de la dette de l'Etat détenu, etc.). Ces méthodes semblent toutefois marginales et très incertaines du fait de la faiblesse des données disponibles et du caractère extrêmement agrégé de l'indicateur d'intensité pris en compte (le PIB).

Pour les autres actifs, des questions de principe peu évidentes se posent : pour un dérivé, faut-il prendre en compte les émissions de la contrepartie? Comment appréhender les émissions issues d'un dérivé de valeur de marché négative ? L'AMF relève que quelques SGP ont mené des travaux de prise en compte des dérivés. Les approches identifiées consistent à appréhender uniquement les dérivés directement associables à un sous-jacent (futures ou options sur *single name* ou sur indices d'actions) selon une approche en transparence (en *delta*). Les positions longues et courtes ne semblent pas être compensées, et l'empreinte carbone émise par la contrepartie ne semble pas prise en compte.

En outre, les fonds peuvent posséder des parts d'autres fonds. Les SGP peuvent alors prendre en compte ce type d'actifs, soit par transparence (ce qui permet d'assurer une homogénéité méthodologique au niveau du portefeuille mais nécessite d'avoir la composition du fonds cible), soit en se fondant sur le *reporting* effectué par le gérant du fonds détenu (ce qui crée alors le risque d'avoir des approches différenciées, par exemple si le fonds détenu adopte une approche « *equity* » et celui qui le détient une approche « *enterprise value* »).

Une dernière option utilisée par certaines SGP est **de ne pas prendre en compte ces actifs**. Les SGP procèdent alors, soit en ignorant ces actifs et en ne fournissant une empreinte carbone que sur une portion du portefeuille, soit en extrapolant afin d'afficher une empreinte carbone sur l'ensemble du portefeuille de leur fonds : ainsi, la SGP suppose que les émissions issues de la partie « inconnue » du portefeuille d'un fonds sont proportionnelles à celles de la partie « connue » (par exemple, si les émissions carbone connues du portefeuille d'un fonds sont issues d'entreprises représentant 75% du portefeuille du fonds et s'élèvent à 3 tonnes de CO_{2e}, alors la SGP estimera à $25\%/75\% \times 3 = 1$ tonne de CO_{2e} les émissions sur la partie manquante, évaluant l'empreinte total du portefeuille à $3+1 = 4$ tonnes de CO_{2e}). Cette approche peut, en pratique, être également utilisée pour les actifs classiques (titres d'entreprises) sur lesquels la SGP ne dispose cependant pas de données d'émissions.

En pratique et sur la base du questionnaire effectué par l'AMF :

- **Titres de créances** : environ 40 % des SGP indiquent ne pas prendre en compte les titres de créances dans le calcul de l'empreinte carbone de leur portefeuille, se limitant aux titres de capital (approche « *equity* »). Cela peut s'expliquer dans certains cas par le fait que ces SGP ne gèrent ou ne calculent leur empreinte carbone que sur des fonds actions.
- **Dépôts et cash** : 94% de l'échantillon ne prend pas en compte les liquidités des OPC. Les 3 SGP qui indiquent les prendre en compte agrègent les dépôts à l'exposition globale sur l'émetteur (établissement de crédit) et utilisent une approche type *enterprise value* de celui-ci afin de déterminer la part d'émissions carbone à attribuer au fonds.
- **Dérivés et opérations temporaires de titres** : de même, 94 % de l'échantillon ne prend pas en compte les dérivés et opérations temporaires de titres. Un cas particulier de prise en compte des dérivés dans des situations de *total return swap* et traité partie 3.4 du rapport : le fonds étant économiquement

intégralement exposé à la performance du panier d'actifs reçu, l'empreinte carbone du fonds est généralement calculée sur ce panier d'actifs et non sur les actifs détenus en direct par le fonds.

Il en ressort donc que les publications de métriques carbone des OPC sont à ce stade concentrées essentiellement sur une partie des actifs des fonds actions.

Les remarques émises dans la présente partie sur les actifs particuliers sont valables tant pour les approches en empreinte carbone qu'en intensité. En effet, ne pas prendre en compte certains actifs dans le calcul de l'intensité moyenne du portefeuille revient mécaniquement à considérer qu'elles ont une intensité égale à la moyenne des autres.

4.2.2. PUBLICATION DE DONNEES CARBONE PAR LES SGP

Comme décrit *supra*, l'utilisation des données carbone est un exercice généralement complexe qui repose sur plusieurs hypothèses nécessaires à la formation de métriques intelligibles, représentatives du portefeuille. La revue des publications effectuées par quelques SGP a permis de tirer les observations suivantes :

- L'information peut être communiquée de diverses manières : au sein de l'information « Article 173 » dédiée au fonds (dans un rapport dédié ou au sein des rapports annuels des fonds, cf. partie 5), mais également dans des *factsheets* mensuelles.
- La métrique qui semble la plus utilisée est celle de l'intensité carbone (tCO₂e/M€ CA), devant l'intensité en investissement (tCO₂e/M€ d'investissement). Dans les deux cas, la métrique est comparée à la métrique équivalente d'un portefeuille fictif investi dans le *benchmark* financier du fonds (par exemple comparer l'intensité en chiffre d'affaires du fonds à l'intensité en chiffre d'affaires du CAC 40).

Sur les exemples investigués, la source du prestataire utilisé est toujours citée. Le taux de couverture du portefeuille du fonds (compte-tenu de l'absence de prise en compte de certains actifs, comme le *cash*, les dérivés, etc., cf. partie 4.2.1.3) est moins fréquemment mentionné.

Certains acteurs interrogés ont en outre indiqué commencer à développer des métriques de communication centrées sur l'« alignement 2°C » ou « 1,5°C » des fonds, soit sous forme qualitative, soit en exprimant la trajectoire des émissions de GES sous une forme d'élévation de température (par exemple considérer que les émissions de GES du fonds sont alignées avec une trajectoire d'augmentation de température +3°C alors que le benchmark serait aligné sur « +4°C »).⁹³ Les scénarios sont variés et couvrent une diversité de facteurs environnementaux, sans prendre en compte de manière similaire l'ensemble de ces facteurs : défis environnementaux (changement climatique ; contraintes en eau) ; évolution des ressources naturelles (gaz de schiste, phosphate...) ; évolutions réglementaires (prix du carbone, pollution de l'air) ; moindres coûts des énergies propres ; évolution des normes sociales et des comportements de consommateurs ; risques de contentieux... De plus, leur degré de granularité diffère, ce qui a un impact sur l'analyse de portefeuille : certains se situent au niveau de l'économie (macro), d'autres au niveau d'un secteur ou d'une ressource donnée ; d'autres au niveau d'une entreprise. La couverture sectorielle de ces scénarios diverge par ailleurs substantiellement. Il existe ainsi une diversité d'approches pouvant aboutir à des amplitudes différentes et ne permettant pas de comparer l'alignement d'un fonds à celui d'un autre. Les acteurs interrogés se déclarent conscients des fortes limites méthodologiques d'une telle métrique mais soulignent, d'une part, le caractère aisément compréhensible de ce mode de communication, et, d'autre part, le fait qu'il est largement utilisé dans un contexte scientifique reposant lui-même sur de nombreuses approximations (extrapolation du comportement d'un portefeuille à une économie mondiale avec hypothèses démographiques, énergétiques..., variabilité des modèles climatiques...).

⁹³ Voir J. Reynaud *et al.*, « The Alignment Cookbook: A Technical Review of Methodologies Assessing a Portfolio's Alignment with Low-Carbon Trajectories or Temperature Goal », rapport réalisé par I4CE et l'Institut Louis Bachelier pour le compte du Ministère de la Transition écologique et solidaire et de WWF France (juillet 2020).

S'il est noté que certaines SGP introduisent avec un souci de pédagogie les principes de calcul de l'empreinte carbone dans leur communication aux porteurs, l'AMF n'a relevé que de manière peu fréquente la présentation explicite de limites méthodologiques, telles que :

- L'absence de prise en compte du *scope 3* et les raisons de celle-ci (qualité des données, faible couverture des entités dans l'univers d'investissement...);
- des difficultés inhérentes à l'agrégation des données carbone de différents émetteurs ;
- des biais liés à la comparaison avec l'indicateur de référence lorsque le fonds est investi dans des actifs pour lesquels les émissions de GES sont sous-estimées voire non calculées par rapport à l'indice. C'est par exemple le cas lorsqu'il existe une comparaison de l'empreinte carbone *scopes 1 et 2* d'un fonds investi significativement dans le secteur des transports à celle d'un *benchmark* dans lequel ce secteur est moins représentés, dans la mesure où les émissions dont ce secteur est considéré responsable se concentrent massivement sur l'utilisation des véhicules (*scope 3 aval*) et l'extraction de matériaux nécessaires à leur fabrication (*scope 3 amont*) ;
- en outre, l'information est parfois restituée sous une forme positive (citation des éléments pris en compte dans le calcul de l'empreinte carbone) qui ne permet pas au lecteur non averti d'identifier les éléments manquants, ni d'évaluer la pertinence des informations présentées.

4.2.3. FONDS INTEGRANT UNE PROMESSE « CARBONE »

Comme mentionné en introduction, les SGP peuvent utiliser les données carbone collectées dans le cadre de l'objectif d'investissement de l'OPC. Dans ce cas, ces données jouent un rôle fondamental, et leur qualité et leur fiabilité sont particulièrement déterminantes.

Un panorama des différentes stratégies observées chez les acteurs en relation avec la thématique carbone (fonds bas carbone, compensation, neutralité carbone) est présenté ci-après, accompagné de points d'attentions particuliers.

4.2.3.1. Fonds « *best in class* » ou « *best in universe* »

Certains fonds développent des méthodologies de sélection d'émetteurs sur la base d'un *scoring* dont l'empreinte carbone ou l'intensité carbone peut être une composante. Il est donc important de pouvoir comparer les données entre émetteurs afin de permettre de distinguer deux émetteurs sur base de leurs données d'émissions de GES. Ce besoin est d'autant plus important pour les approches « *best in class* » qui requièrent la comparaison entre émetteurs évoluant dans des secteurs identiques.

4.2.3.2. Fonds « *low carbon* »

Un nombre croissant de fonds, généralement présentés comme « *low carbon* » ou utilisant des dénominations proches, visent, au sein d'un univers d'investissement donné et selon des contraintes sectorielles plus ou moins marquées, à intégrer une mesure et un objectif carbone à leur politique d'investissement.

L'objectif affiché est variable. Il peut consister à exclure les émetteurs les plus intensifs en carbone (approche « *best in class* » menée sur l'intensité carbone en chiffre d'affaires), ou à avoir un objectif de réduction globale de l'empreinte carbone du portefeuille par rapport à son univers d'investissement (approche engageante, par exemple réduire de 50 % les émissions de carbone attribuées au fonds par rapport à l'univers d'investissement). L'univers d'investissement s'appuie généralement sur la composition d'un indice reconnu (par exemple le CAC 40). Les fournisseurs d'indices peuvent d'ailleurs parfois fournir directement une version « *low carbon* » de leurs indices par le biais de repondérations : le fonds pourrait alors être un fonds indiciel suivant cet indice « *low carbon* ».

Afin de tenir cet objectif chiffré, les SGP utilisent généralement des modèles systématiques de gestion. Cela permet d'assurer l'atteinte de la promesse de réduction affichée, tout évitant des concentrations de portefeuille sur

quelques secteurs ou quelques émetteurs. Il s'agit alors de réaliser des optimisations sous contrainte de l'univers d'investissement initial (minimisation de l'empreinte carbone du portefeuille sous contrainte de diversification par secteurs et par émetteurs, ou de *tracking error* par rapport à l'indice de référence) selon des règles mécaniques. L'AMF recommande dans ces conditions de mentionner le caractère contraignant de la politique d'investissement dans l'objectif de gestion⁹⁴. En outre, pour les OPCVM, ces contraintes complémentaires doivent faire l'objet d'une présentation détaillée dans l'objectif de gestion⁹⁵.

Ce type de méthodologie peut nécessiter de fournir des informations sur le montant absolu des émissions du portefeuille du fonds. Cette exigence va donc au-delà d'une seule comparabilité entre émetteurs.

4.2.3.3. Fonds à « compensation carbone »

Le principe du fonds à « compensation carbone » consiste à acheter et détruire des certificats de réduction carbone pour un montant correspondant au montant d'émissions calculé pour le fonds.

A ce jour, ce type de stratégie se développe sur des portefeuilles ayant fait l'objet d'un premier filtre de « décarbonation » limitant le montant de l'empreinte carbone attribuée au portefeuille (et donc le coût de la compensation) résiduelle. En outre, aucun fonds ne propose à ce jour une compensation sur les *scopes* 1, 2 et 3 (*scopes* 1 et 2 seulement).

Cette approche, qui permet de mettre en avant un impact concret sur les émissions carbone en stimulant le marché des émissions de certificats carbone, a fait l'objet par l'AMF de la publication d'un [guide](#) qui identifie les points d'attention et bonnes pratiques, dont notamment, relativement à l'empreinte carbone elle-même :

- (1) le fait de présenter une information complète et précise sur les sources de données ;
- (2) le fait de mesurer l'empreinte carbone jour après jour et non à la fin d'une période donnée pour éviter tout risque de « *window dressing* » et représenter de manière précise les émissions carbonées attribuées au portefeuille réellement détenu tout au long de la période ;
- (3) le fait de préciser les périmètres d'émissions utilisés pour réaliser cette compensation et d'illustrer l'existence d'émissions carbone non compensées au moyen d'exemples.

Ce type d'approche, pour pouvoir mettre en avant une « neutralisation » de l'empreinte carbone, nécessite de capturer de manière précise, ou à défaut conservatrice, le montant « absolu » des émissions carbone attribuées au portefeuille.

4.2.3.4. Utilisation des émissions évitées

Certains fonds commercialisés en France font référence aux **émissions évitées**, soit par l'incorporation de cette mesure dans le processus d'investissement du fonds, soit en tant qu'élément de communication dans le cadre d'un fonds finançant des projets de décarbonation (par exemple un fonds d'obligations vertes).

Emissions évitées

Les émissions évitées correspondent aux émissions que les investissements mis en œuvre par la société lui ont permis d'éviter, ou ont permis à d'autres d'éviter. Le développement de cette mesure vise à quantifier **les efforts de transition** consentis par un acteur, ou les bénéfices carbone attendus de la mise en œuvre d'un projet « vert », en termes de données d'émission de GES.

⁹⁴ Cf. la [position-recommandation DOC-2011-05](#) relative aux documents réglementaires des OPC : « Dans le cas d'un OPCVM mettant en œuvre une stratégie de gestion systématique à l'aide d'un modèle mathématique, l'AMF recommande de faire état de cette particularité dans l'objectif de gestion. »

⁹⁵ Cf. Questions 8c du [Q&A UCITS](#) de l'ESMA.

Par exemple, la mise en place d'une ligne de train permet de limiter les déplacements en voiture, plus polluantes, tandis que le développement des énergies renouvelables permet, à coût carbone moindre, de produire une quantité d'énergie qui aurait dû sinon être générée par des méthodes plus polluantes (comme par exemple des centrales à charbon).

L'utilisation des émissions évitées peut permettre de développer des approches d'investissement privilégiant des émetteurs engagés dans la transition vers une économie bas carbone, ou de communiquer vis-à-vis des investisseurs dans le cadre du financement d'un projet « vert ». Toutefois, la communication sur la prise en compte des émissions évitées dans la sélection d'émetteurs par les SGP doit être maîtrisée. En effet, à l'instar des émissions effectivement générées, les émissions évitées sont la résultante d'hypothèses et d'estimations, dont la standardisation fait l'objet de travaux au niveau du protocole GHG⁹⁶.

Par ailleurs, il est nécessaire de garder en tête que les émissions évitées sont une grandeur hypothétique (elles sont évaluées à partir de la différence entre un scénario donné et les émissions réellement constatées) qui ne sont donc par nature pas prises en compte dans le bilan carbone de l'émetteur et ne peuvent être prises en compte en compensation d'émissions effectivement générées.

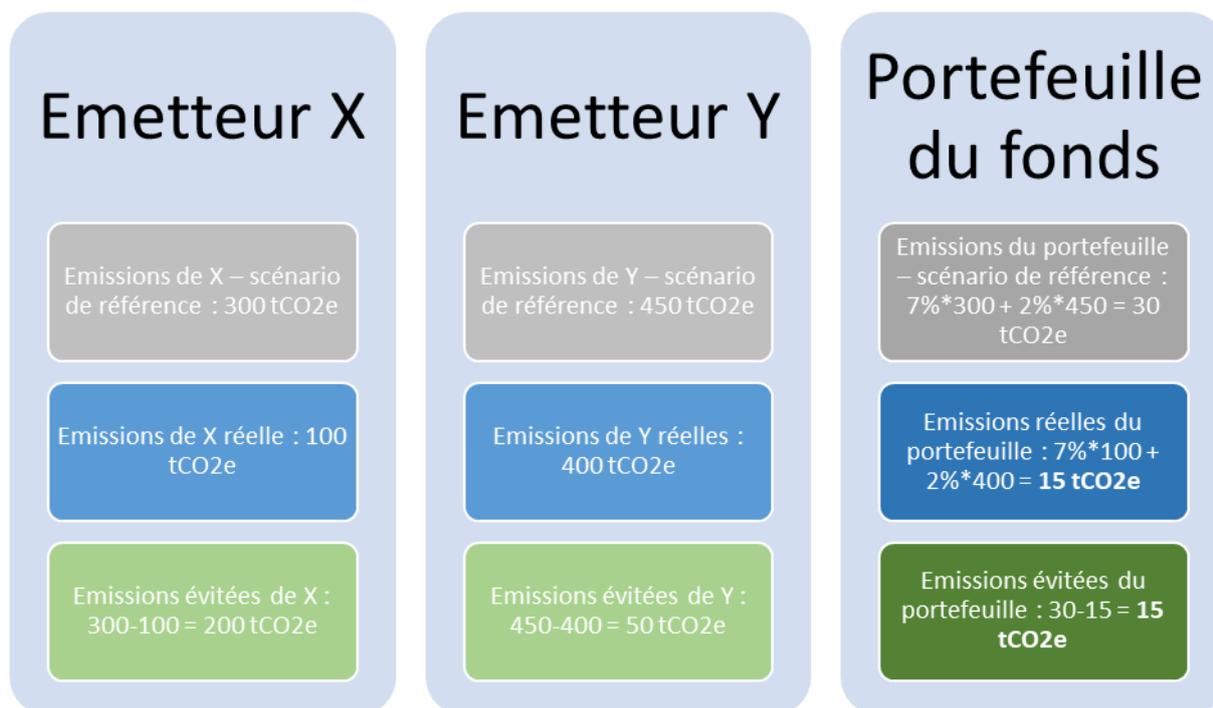
Pour plus d'information, l'AMF propose au lecteur intéressé de se référer à la [fiche technique](#) produite par l'Agence de la transition écologique (ADEME) en janvier 2020 qui synthétise le fonctionnement et les enjeux posés par cette grandeur.

L'AMF a observé que certaines SGP qui utilisent ce concept estiment les émissions évitées par entreprise, selon des méthodes fournies par des prestataires (et non uniquement à partir des émetteurs déclarant ce type de métrique, car de telles publications sont encore très peu répandues). Ces émissions évitées peuvent ensuite être agrégées au niveau du portefeuille selon les mêmes principes que pour les émissions effectives. Cette grandeur peut être **utile** puisqu'elle permet de quantifier l'effort global de limitation des émissions de gaz à effet de serre des émetteurs en portefeuille.

Toutefois, dans certains cas, l'AMF a observé que certains acteurs communiquent sur ces émissions évitées en les présentant comme « outil de décarbonation » dans le cas de financement de projets (« *green bonds* »), ou que, dans d'autres cas, ces émissions évitées sont **mises en regard** des émissions émises, le portefeuille du fonds étant construit de manière à garantir que les deux grandeurs sont de **taille équivalente**⁹⁷. Pour illustrer ce second cas, un exemple simplifié dans lequel un fonds investit dans deux entreprises, X et Y, à hauteur de 7% de capitalisation pour la première et de 2% pour la seconde, est fourni ci-dessous :

⁹⁶ Cf. notamment le document du WRI sur le site du GHG : « [Estimating and reporting the comparative emissions impacts of products](#) », janvier 2019, sur un état des avancées à ce sujet.

⁹⁷ Comme pour les fonds « *low carbon* », des contraintes de diversification par émetteurs et par secteurs ou de *tracking error* sont mises en place afin de construire un produit peu décorrélié des fonds « classiques » dans le cadre d'une gestion systématique.



Source : AMF : exemples fictifs.

Conceptuellement, les émissions évitées et générées ne sont pas homogènes : les premières sont hypothétiques, et les secondes reflètent déjà en réalité les travaux d'optimisation effectués par les émetteurs (passage de 300 à 100 tonnes d'équivalent CO₂ pour l'entreprise X et de 450 à 400 pour l'entreprise Y dans l'exemple ci-dessus). **Ainsi, il n'apparaît pas possible de procéder à cette deuxième étape de « soustraction » des émissions émises par les émissions évitées puisque les émissions évitées sont déjà déduites des émissions émises.**

En outre, l'AMF a cherché à comprendre les modalités de construction des estimations d'émissions évitées au niveau d'un émetteur. Dans les grandes lignes, il semble que le montant des émissions soit estimé suivant des méthodes variables en fonction des secteurs d'activités et des données à disposition (e.g. pour le secteur de l'énergie : comparaison des facteurs d'émissions avec ceux issus du mix énergétique cible dans le scénario 2°C de l'IEA en 2025, pour le secteur...)

Cette approche, agrégée ensuite au niveau d'un portefeuille, est avancée techniquement et requiert de nombreuses hypothèses simplificatrices compte tenu des limitations présentées plus haut : les émissions carbone sont calculées à partir de facteurs d'émission comprenant des marges d'incertitudes, les émetteurs peuvent être présents sur plusieurs secteurs, lesquels ne sont pas nécessairement homogènes. En outre les modalités de calcul et de publication des émissions carbone des entreprises, y compris au sein d'un même secteur, ne permettent pas de garantir leur comparabilité.

En revanche, si ces émissions évitées sont calculées de façon pertinente et auditable, celles-ci peuvent être utilisées comme indicateur des efforts de transition concédés par un émetteur ou de l'apport bénéfique pour le climat d'un projet « vert ». En fonction de sa méthode d'estimation, la prise en compte dans la décision d'investissement des émissions évitées peut dès lors être utilisée par les fonds mettant en œuvre une stratégie d'investissement privilégiant les acteurs engagés dans la réduction de leurs émissions de GES ou des acteurs contribuant à éviter des émissions dans des secteurs fortement émetteurs de gaz à effet de serre.

Utilisation des données d'émissions de gaz à effet de serre par les SGP : à retenir

S'agissant de la communication par les SGP des données d'émissions de gaz à effet de serre des fonds gérés :

- ✓ de nombreuses SGP calculent et publient une mesure des émissions de gaz à effet de serre pour au moins un fonds qu'elles gèrent. Ces publications sont essentiellement concentrées sur des fonds actions d'OPC ayant un objectif de gestion extra-financier ou en application de l'article 173 ;
- ✓ deux méthodes de calculs sont prédominantes : les émissions de GES et l'intensité du portefeuille. Chaque méthode repose sur un principe commun d'agrégation des données d'émetteurs. Leur mise en œuvre dépend de choix et hypothèses spécifiques à chaque SGP (périmètre d'instruments pris en compte, existence de doubles comptages...).

Pour autant, l'AMF constate que les SGP ne communiquent que peu fréquemment sur les limites méthodologiques des données présentées, même pour des calculs très avancés de trajectoires de contribution au réchauffement climatique de portefeuilles. De plus, il est noté l'utilisation de méthodes forfaitaires de divisions des émissions de gaz à effet de serre des fonds par des facteurs forfaitaires (e.g. division par 2 ou 3) afin de traiter les questions de comptages multiples, qui peuvent induire une sous-estimation des émissions communiquées.

S'agissant de l'utilisation de données d'émissions de gaz à effet de serre dans l'objectif de gestion des fonds gérés, plusieurs approches se sont développées :

- ✓ fonds avec objectifs de sélection des entités effectuant le moins d'émissions (*best in class* ou *best in universe*) ;
- ✓ fonds avec objectif de réduction des émissions (*low carbon*) ;
- ✓ fonds avec objectif de compensation de leur empreinte carbone ;
- ✓ fonds prenant en compte des émissions évitées pour quantifier les efforts de transition des émetteurs.

Ces objectifs de gestion sont parfois ambitieux comme pour les fonds ayant pour objectif d'avoir une empreinte carbone réduite voire nulle. Ils nécessitent des données comparables entre émetteurs voire précises dans l'absolu, en fonction de l'objectif de gestion recherché.

4.3. PRODUCTION DE LA DONNÉE CARBONE PAR LES ÉMETTEURS

Les émetteurs communiquent sur leurs émissions de gaz à effet de serre principalement par le biais de leur déclaration de performance extra-financière, dont le cadre réglementaire est présenté dans un premier temps. Dans un second temps, les principes de calcul des émissions carbone sont décrits brièvement. Enfin, une dernière partie présente des exemples concrets de publication de données carbone par un panel d'entreprises afin d'illustrer certains points d'attention à prendre en compte par les SGP.

4.3.1. INFORMATION À PRODUIRE DANS LE CADRE DE LA DÉCLARATION DE PERFORMANCE EXTRA-FINANCIÈRE

Il n'existe pas à l'heure actuelle au niveau européen d'exigence réglementaire de publication régulière et exhaustive des bilans carbone des entreprises⁹⁸.

⁹⁸ Voir notamment le rapport de Patrick de Cambourg de mai 2019 présenté au Ministre de l'Économie et des Finances : *Garantir la pertinence et la qualité de l'information extra-financière des entreprises : une ambition et un atout pour une Europe durable*. et la réponse de l'AMF à la consultation publique européenne sur la révision de la Directive sur l'information extra-financière (*op. cit.*).

La déclaration de performance extra-financière (DPEF) à inclure dans le rapport de gestion est prévue par la [directive 2014/95/UE](#) (dite directive « extra-financière »). Le dispositif français l'applique aux sociétés cotées et non cotées dépassant certains seuils d'activité⁹⁹, et prévoit des diligences de contrôle à deux niveaux :

- toutes les sociétés ayant publié une DPEF sont soumises à une obligation d'attestation de présence de la DPEF¹⁰⁰ délivrée par un commissaire aux comptes ;
- sous réserve de dépasser certains seuils d'activité¹⁰¹, les sociétés doivent également faire vérifier l'information par un prestataire de service extérieur accrédité (« organisme tiers indépendant » ou « OTI »), lequel s'assure du mode opératoire ayant mené à l'élaboration et à la publication des données (consolidation, application des définitions et procédures de collecte) et de la cohérence des indicateurs retenus au regard des risques identifiés. Ces vérifications sont généralement menées par échantillonnage et non sur l'ensemble des données et indicateurs publiés. L'OTI ne s'assure pas du suivi des indicateurs en eux-mêmes.

Concernant l'enjeu climatique, le dispositif requiert de publier les politiques et les principaux postes d'émissions de gaz à effet de serre pertinents assortis des mesures prises pour lutter contre le réchauffement climatique et des objectifs volontaires de réduction à moyen ou long terme¹⁰². Le périmètre prescrit est celui des comptes consolidés. La nature de la publication (périmètre organisationnel, périmètre des émissions, métrique choisie) est laissée à l'appréciation de l'émetteur.

En pratique, diverses initiatives se sont développées en amont et en complément de la réglementation afin de produire des recommandations, des questionnaires ou des *reportings* sur base volontaire, souvent élaborés à partir de standards existants : SASB (Sustainability Accounting Standards Board), GRI (Global Reporting Initiative), recommandations de la TCFD, questionnaire CDP, etc. La Commission européenne a, pour sa part, émis des préconisations complétant la [directive 2014/95/UE](#)¹⁰³, dont notamment le fait d'avoir recours à un standard de place reconnu pour calculer ses émissions carbone (méthodologie du protocole des gaz à effet de serre ou norme ISO 14064-1:2018), l'utilisation d'un tableau de présentation harmonisé, le fait de publier 100% de son *scope 1*, la présentation d'éléments relatifs à la fiabilité des informations, ainsi que diverses orientations complémentaires relatives à chaque périmètre d'émission.

4.3.1.1. Principes de calcul du bilan GES d'une entreprise



Source : AMF

Des principes de calcul de ces émissions sont définis par le « [Protocole GHG](#) » déjà cité. Des standards reprenant largement le protocole GHG ont également été mis en place, comme la norme ISO 14064-1 2018, et des guides sectoriels ont émergé¹⁰⁴. Le document « *Méthode pour la réalisation des bilans d'émissions de gaz à effet de serre conformément à l'article L. 229-25 du code de l'environnement* » (ci-après « [méthodologie du Code de l'environnement](#) ») présente de manière pédagogique et détaillée les étapes de calcul du bilan carbone d'une entreprise. Pour ces raisons, ce guide sera utilisé à des fins pédagogiques comme référence principale dans la présente section, sans constituer pour autant une recommandation à l'utiliser.

⁹⁹ Cf. [Article R. 225-104](#) du Code de commerce.

¹⁰⁰ Quatrième alinéa de l'article [L. 823-10 du code de commerce](#).

¹⁰¹ Article [R. 225-105-2](#), I et II du code de commerce

¹⁰² Cf. Articles [L. 225-102-1](#) et [R. 225-105](#) du Code de commerce.

¹⁰³ Notamment [les lignes directrices](#) de la Commission européenne en appui de la [directive 2014/95/UE](#) relatives à l'information extra-financière des entreprises, et la [recommandation 179/2013](#) de la Commission relative à des méthodes communes pour mesurer la performance en matière de GES suivant l'approche du cycle de vie.

¹⁰⁴ Par exemple un guide méthodologique pour le secteur pétrolier publié par l'association professionnelle IPIECA.

Le but de l'établissement d'un bilan GES par une entreprise est de lui permettre d'identifier les postes importants d'émissions sur lesquelles elle peut agir, afin de contribuer à la réduction des émissions et lutter contre le réchauffement climatique. Dans l'esprit de ses concepteurs, le bilan GES est **donc un outil d'aide à la décision centré sur l'entreprise, a priori non conçu pour la comparabilité, comme l'indiquent les avertissements produits respectivement par la [méthodologie du Code de l'environnement](#)¹⁰⁵ et par le protocole GHG¹⁰⁶.**

La dualité d'utilisation de cette donnée est précisée par la Commission européenne dans [ses lignes directrices](#) : « [L]a directive sur la publication d'informations non financières envisage la notion d'« importance relative », ou matérialité, sous deux angles :

1. la référence à « [l']évolution des affaires, [aux] performances [et à] la situation » de l'entreprise renvoie à l'importance relative des informations du point de vue financier, au sens large de leur incidence sur la valeur de l'entreprise. Les informations relatives au climat doivent être communiquées si elles sont nécessaires à la compréhension de l'évolution des affaires, des performances et de la situation de l'entreprise. C'est cette perspective qui, généralement, intéresse le plus les investisseurs.
2. la référence aux « incidences [de l'] activité [de l'entreprise] » renvoie à l'importance relative des informations du point de vue environnemental et social. Les informations relatives au climat doivent être communiquées si elles sont nécessaires à la compréhension des incidences externes de l'entreprise. En général, c'est cette perspective qui intéresse le plus les citoyens, les consommateurs, les salariés, les partenaires commerciaux, les communautés et les organisations de la société civile. Cependant, un nombre croissant d'investisseurs ont également besoin de connaître les incidences climatiques des entreprises dans lesquelles ils investissent, afin de mieux comprendre et de mieux mesurer l'impact de leur portefeuille d'investissements sur le climat ».

Ainsi, l'utilisation des émissions de GES à des fins de comparaison entre émetteurs pour connaître l'incidence d'une entreprise sur son environnement ne constitue pas le cadre originel dans lequel le bilan carbone a été conçu. Toutefois, l'importance que prennent aujourd'hui les risques et opportunités extra-financiers conduisent à développer la notion de matérialité selon la seconde acceptation, ce qui pousse les émetteurs à produire une information plus comparable.

La détermination du bilan GES d'un émetteur repose en pratique sur :

- la détermination des périmètres pouvant être couverts par le *reporting* : périmètre de **responsabilité** dans la chaîne de production et d'utilisation des produits et services, et périmètre **organisationnel** de l'entreprise (filiales et participations couvertes) ;
- la définition sur ces périmètres de **données d'activité** relatives à l'émetteur (nombre de kilomètres parcouru par les véhicules d'une entreprise, quantité de marchandises produite, nombre d'employés, ...) et l'application à ces données de **facteurs d'émissions** pour les convertir en émissions carbone.

Ces différents éléments nécessitent de poser des **choix méthodologiques** pouvant varier d'un émetteur à l'autre. La présente section se concentre sur les principales sources de différenciation identifiées.

4.3.1.2. Détermination des périmètres

4.3.1.2.1. Périmètre d'émissions (ou « scopes »)

¹⁰⁵ [Méthodologie du Code de l'environnement](#), avertissement au lecteur, p. 8 : « 7) L'application de cette méthode peut entraîner des choix méthodologiques différents de la part de ses utilisateurs. En conséquence, les bilans d'émissions de GES résultant de l'utilisation de cette méthode ne peuvent être utilisés à des fins de comparaison sans avoir préalablement vérifié que d'éventuelles différences méthodologiques n'engendrent pas des biais significatifs dans les comparaisons. ».

¹⁰⁶ [FAQ](#) du GHG sur le scope 3 : « The Corporate Value Chain (Scope 3) Standard is designed to enable comparisons of a company's GHG emissions over time. It is not designed to support comparisons between companies based on their scope 3 emissions. Differences in reported emissions may be a result of differences in inventory methodology, company size or structure ».

Le calcul du bilan en gaz à effet de serre d'une entreprise repose sur un principe de prise en compte des émissions dont l'entreprise **est responsable**, et non seulement des émissions qu'elle **produit** directement.

Les *scope 1* et *scope 2* sont en général perçus comme plus faciles à reporter à partir de données internes de l'entreprise (production de marchandises, factures d'énergie, etc.). Les principales entreprises génératrices d'émissions relatives à ces scopes sont les producteurs d'énergie et de combustibles. Les entreprises de service émettent en comparaison relativement peu d'émissions en propre ou via leur consommation d'énergie¹⁰⁷.

Il en va, en revanche, différemment du *scope 3*, par nature plus difficile à appréhender du fait de la multiplicité des postes d'émissions concernés et de la difficulté à estimer les émissions carbone afférentes. La communication sur le *scope 3* varie donc en pratique d'une entreprise à l'autre, certaines choisissant de ne pas communiquer sur le sujet, d'autres de manière partielle/sélective en fonction de leur perception de la matérialité de ces postes d'émissions et de la disponibilité des données associées. Pour autant, le *scope 3* peut représenter une part non-négligeable des émissions attribuables à l'entreprise dans certains secteurs (secteur automobile, banques, etc.) et constitue ainsi une information potentiellement importante pour l'appréciation de l'entreprise par l'investisseur.

4.3.1.2.2. Périmètre organisationnel

S'agissant de la question des filiales et participations détenues par une entreprise, plusieurs approches sont envisageables¹⁰⁸ :

- **approche en « part de capital »** où l'entreprise déclarante consolide les émissions des biens et activités à hauteur de sa prise de participation (par exemple prendre en compte 20% des émissions d'une entreprise dont on possède 20% du capital),
- **approche « contrôle »** où l'entreprise consolide 100% des émissions des installations pour lesquelles elle exerce un contrôle financier (entités prises en compte par intégration globale dans la consolidation comptable) ou opérationnel (par exemple un site détenu par une entreprise mais exploité en pratique par l'entreprise qui établit son bilan GES, et qui a donc la main sur tous les processus de décision à même d'influer sur les émissions de gaz à effet de serre du site).

Une approche par contrôle financier présente l'avantage d'une similarité de périmètre avec le périmètre de consolidation comptable mais l'inconvénient, au contraire d'une approche par contrôle opérationnel, de ne pas permettre de rendre compte de l'ensemble du périmètre sur les émissions duquel l'entreprise peut agir directement afin de les réduire (par exemple un site de production dont la gestion est déléguée à un tiers). En fonction de l'utilisation faite par la SGP de la donnée (à des fins de comparaison, à des fins de dialogue), une préférence pourra se dessiner pour l'une ou l'autre approche.

4.3.1.3. Données d'activité et facteurs d'émission

La mesure des émissions carbone d'un processus (par exemple la fabrication d'un produit) résulte de la comptabilisation de masses de gaz à effet de serre¹⁰⁹ concernées en équivalent CO₂ émises sur une période donnée (en général un an) au cours des différentes étapes de sa fabrication (par exemple, comptabilisation de la quantité de gaz émis par une cheminée d'usine dans le cadre de la production). Comme il n'est la plupart du temps pas possible de mesurer en temps réel les émissions de gaz à effet de serre sur l'ensemble des activités d'une entreprise, il est fait recours en pratique à des approximations, fondées sur une règle partant du principe que la quantité de gaz émise est proportionnelle à une grandeur pertinente et mesurable (« **donnée d'activité** ») : litres

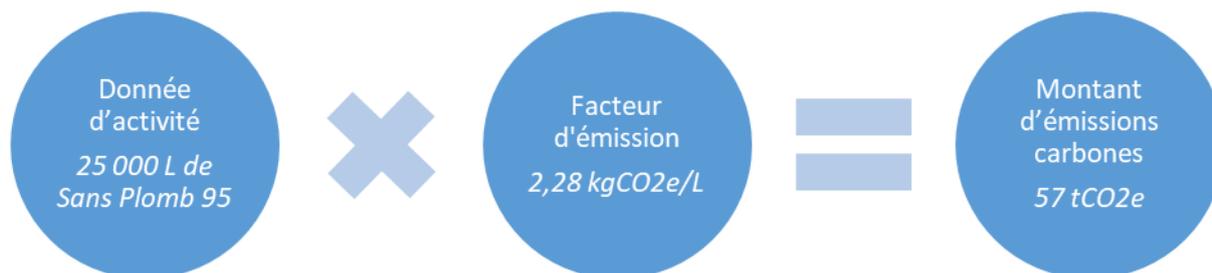
¹⁰⁷ Ainsi, une étude comparative des données carbone relative à une vingtaine d'émetteurs du CAC 40 sur différents secteurs a conduit à constater que 3 émetteurs concentraient environ 95% des émissions de *scope 1* et 65% du *scope 2*.

¹⁰⁸Cf. [méthodologie du Code de l'environnement, partie 6](#).

¹⁰⁹ Gaz identifiés par l'annexe II de la [Directive 2003/87/EC](#) : dioxyde de carbone (CO₂), méthane (CH₄), protoxyde d'azote (N₂O), hydrocarbures fluores (HFC), hydrocarbures perfluores (PFC), hexafluorure de soufre (SF₆).

de carburant consommés, kilogrammes de matière brûlés. Par exemple, il est estimé qu'un kilogramme de bois brûlé produit environ 73 grammes de CO₂e¹¹⁰.

Le paramètre permettant de « convertir » la donnée d'activité en équivalent d'émissions de CO₂ est appelé « **facteur d'émission** ». Cette méthode présente l'avantage, au prix d'approximations sur ce lien de proportionnalité, de ne pas requérir une mesure continue de l'ensemble de la chaîne de production pour calculer des émissions de GES. Ce faisant, cette méthode s'est imposée comme la plus répandue chez les émetteurs.



Source : AMF, à partir de bilan-ges.ademe.fr (facteur d'émission pour un usage routier).

Il existe différentes sources de facteurs d'émission plus ou moins granulaires, qui peuvent être rassemblées sous l'égide de structures publiques comme l'ADEME, par des ONG... Les émetteurs peuvent également conduire leurs propres analyses afin d'affiner leur approche de facteurs d'émission. Par exemple, ils peuvent distinguer deux procédés de fabrication d'un même carburant et attribuer à chacun un facteur d'émission différencié. Ainsi, du fait de la multiplicité des procédés impliqués dans le calcul des émissions carbone au travers de l'ensemble des secteurs d'activité, des différences géographiques, de la variété des données d'activités disponibles, etc. il n'existe **aucun référentiel exhaustif des facteurs d'émission et des données d'activité** utilisés par les émetteurs, ni **aucune obligation pour les entreprises de se référer à une source particulière**¹¹¹.

Les différences méthodologiques liées au calcul du *scope 2* (émissions indirectes liées à l'utilisation de l'énergie par l'entreprise) illustrent la diversité des approches qui peuvent exister parmi les émetteurs afin de calculer une grandeur *a priori* comparable entre eux. Il existe en pratique deux méthodes de calcul¹¹² :

- l'approche *location-based* vise à constater le **mix énergétique moyen d'un pays ou d'une zone** (quelle quantité d'énergie est produite à partir de quel type de source : centrale à charbon, nucléaire, énergies renouvelables, ...). A partir de cet élément, un facteur d'émission moyen peut être calculé et appliqué à la quantité d'énergie utilisée par l'entreprise dans ce pays ;
- l'approche *market-based* fondée sur une **reconnaissance contractuelle des sources d'énergies**. En effet, des instruments contractuels permettent de certifier la provenance d'une énergie, notamment d'une énergie renouvelable (*energy attribute certificates*¹¹³, contrats bilatéraux avec des fournisseurs d'énergie etc.). Ils peuvent être acquis par les entreprises, qui peuvent leur associer le facteur d'émission cohérent à la source certifiée d'énergie. Selon cette méthodologie, les source d'énergie non identifiées par un instrument contractuel (*unclaimed energy*) se voient appliquer dans le calcul des émissions en *market based* un facteur d'émission estimé sur le « *residual mix* » des énergies non certifiées.

Ainsi, l'approche *location-based* est la plus aisée à mettre en place, l'approche *market based*, qui permet de mettre en avant les efforts des émetteurs, nécessitant des justifications. En pratique, certains émetteurs communiquent en *location based*, d'autres en *market based*. Certains communiquent sur un combiné des deux : *market based*

¹¹⁰ Bois contenant 20% d'humidité. Cf. site [bilan-ges](http://bilan-ges.ademe.fr) de l'ADEME pour des explications détaillées sur cet exemple.

¹¹¹ La [méthodologie du Code de l'environnement](#) demande (p. 21) d'utiliser par défaut les facteurs d'émission de la base ADEME mais permet l'utilisation de facteurs propres sous réserve de justifications.

¹¹² Cf. notamment les [orientations du GHG protocol](#) sur le calcul du *scope 2*.

¹¹³ Instruments divers émis selon des standards internationaux souvent mis en place sur base volontaire.

dans certaines zones géographiques où de tels instruments contractuels existent et sont employés, et *location based* sur d'autres zones. L'information associée aux publications effectuées par les émetteurs ne permet pas nécessairement d'identifier quelle approche est adoptée.

4.3.2. ILLUSTRATION DES POINTS D'ATTENTION POUR LES SGP

Les DPEF d'un panel restreint de quatre émetteurs du CAC 40 appartenant tous à un secteur différent ont été analysées par l'AMF dans le but de fournir aux SGP des exemples concrets d'élaboration et de communication par des entreprises de leurs émissions GES. Ce travail permet de mettre en lumière pour les SGP la diversité des approches adoptées et la multiplicité des choix posés par les entreprises compte-tenu du cadre réglementaire et méthodologique décrit précédemment. Ces éléments permettent ainsi de guider les SGP dans leur analyse de cette information. Le rapport 2019 de l'AMF sur la RSE¹¹⁴ permet, par ailleurs, d'élargir ces constats à un échantillon plus important de sociétés. En résumé, les points d'attention suivants ont été relevés sur la fiabilité et la comparabilité des données.

4.3.2.1. Localisation de l'information

Les quatre DPEF observées sont incluses dans le document de référence des émetteurs. Il a été observé que certains émetteurs, bien que n'identifiant pas les émissions carbone comme un risque prioritaire du fait de leur activité, fournissent une information détaillée sur chacun des *scopes* pour respecter des standards de place ou anticiper les attentes des investisseurs. L'information présentée dans la DPEF est, dans les quatre cas observés, enrichie d'une note méthodologique présentée en fin de DPEF qui précise notamment le périmètre retenu pour la production des chiffres (géographique, par secteur d'activité, etc.) ainsi que les grands principes méthodologiques de calcul (standard de calcul suivi, source des facteurs d'émission).

Chez trois émetteurs, des documents complémentaires à la DPEF ont été produits sur une base volontaire : rapport climatique dédié, rapport sur la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), fiches thématiques disponibles sur le site internet.

4.3.2.2. Vérifications

Comme précédemment mentionné, les entreprises dépassant les seuils prévus réglementairement¹¹⁵ doivent faire vérifier leur DPEF par un organisme tiers indépendant (OTI). Une présentation des diligences effectuées et un avis motivé signalant l'absence d'anomalie « significative » sont ainsi consignés dans un « rapport de l'organisme tiers indépendant » qui est annexé à chacune des quatre DPEF. Ces vérifications sont d'autant plus difficiles à mener que les référentiels de *reporting* diffèrent sensiblement dans leur construction d'un émetteur à l'autre, notamment du fait de références à des standards différents (ex. GRI vs. SASB, cf. *supra*). En pratique, les rapports d'organismes tiers distinguent les notions d'« assurance modérée » et d'« assurance raisonnable », selon l'étendue des diligences effectuées. La distinction entre ces deux niveaux réside dans le degré de profondeur de la revue de chacun des indicateurs revus par l'OTI. La notion, issue du domaine de l'audit financier, est ainsi déclinée pour le reporting extra-financier. Sur l'ensemble des indicateurs clés de performance (« ICP ») publiés par l'émetteur, l'OTI en sélectionne un nombre restreint et va vérifier les données sous-jacentes à chacun des indicateurs à hauteur de 20% du périmètre dans le cas d'un niveau d'assurance modéré et à hauteur de 50 à 80% du périmètre dans le cas d'un niveau d'assurance raisonnable. Une assurance limitée ou raisonnable ne donne pas à voir le nombre d'ICP revus par l'OTI mais le degré de profondeur de revue de ceux sélectionnés.

Sur la base des observations effectuées auprès des quatre émetteurs, les organismes tiers communiquent sur les éléments audités, sans toujours mettre en avant ceux qui ne l'ont pas été, ce qui ne permet pas dans ce cas à la SGP d'appréhender aisément le niveau de validation des chiffres (par exemple le *scope* 3 peut ne pas avoir fait l'objet de vérifications par échantillon de la part de l'organisme tiers indépendant, y compris dans des cas où il représente une large part des émissions).

¹¹⁴ AMF, [Rapport sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale des sociétés cotées](#), novembre 2019.

¹¹⁵ Cf. partie 1.1.1 : entreprises de plus de 100 MEUR de bilan, ou 100 MEUR de chiffre d'affaires, ou 500 salariés.

Pour un émetteur, l'AMF a relevé des imprécisions quant au périmètre de vérification : ainsi, le rapport de l'OTI indique que sont couvertes les « émissions directes et indirectes » de GES alors qu'en pratique sont pris en compte les indicateurs sur les émissions de *scope* 1 et 2, sans prendre en compte le *scope* 3, contrairement à ce que pourrait laisser entendre la formulation.

En outre, l'AMF a constaté qu'une entreprise déclarait en réponse au questionnaire CDP que 100% de ses émissions de *scopes* 1 et 2 étaient auditées alors qu'à la lecture du dernier rapport de l'OTI, on déduit qu'une proportion inférieure des données consolidées des indicateurs clés (dont les *scopes* 1 et 2) a été auditée. De plus, il a été relevé pour une des entreprises une erreur de somme entre d'une part les émissions du *scope* 1 et du *scope* 2 et d'autre part le montant total des émissions *scope* 1 et *scope* 2, dans le même tableau. Ces éléments illustrent le fait qu'une information soit auditée ou déclarée auditée à 100% sans élément complémentaire sur la nature des travaux d'audits effectués, ne garantit pas nécessairement aux agences de notation extra-financière et aux SGP la fiabilité des chiffres produits.

4.3.2.3. Périmètres

Concernant le périmètre organisationnel, sur les quatre déclarations de performance extra-financière d'entreprises françaises examinées par l'AMF dans le cadre de cette étude, trois ont choisi une approche par contrôle financier, la quatrième une approche par contrôle opérationnel. Certaines entreprises excluent des filiales de leur périmètre pour des raisons de matérialité. Par ailleurs, certaines entreprises peuvent choisir d'exclure des filiales du fait que celles-ci font des déclarations autonomes. Il est noté qu'une même entreprise peut communiquer sur des périmètres différents en fonction du document support : ainsi une entreprise a intégré une filiale dans sa DPEF et l'a exclu de son rapport RSE. L'ensemble de ces éléments peut être de nature à faire varier la perception de l'émetteur par les agences de notation extra-financière et les SGP, que ce soit dans un contexte de comparabilité ou d'estimation du montant total d'émissions d'un portefeuille, en particulier si les émissions sur des périmètres différents selon les émetteurs sont sommées.

Concernant les périmètres d'émissions, la prise en compte des postes d'émissions est variable d'une entreprise à l'autre, notamment en fonction de l'appréciation de la matérialité de certains postes selon le secteur d'activité. En outre, le périmètre peut évoluer au cours du temps. Ainsi, une entreprise a incorporé en 2018 les chiffres d'émissions de sa flotte de véhicule commerciale, qui représentent environ 20% de son *scope* 1.

Dans certains cas, il a été noté que les chiffres reportés relativement au même exercice variaient d'un rapport à l'autre (par exemple le chiffre de *scope* 1 de 2017 n'est pas le même entre les rapports 2017 et 2018). Ces écarts sont dus d'une part à des variations de périmètre organisationnel (acquisition ou cession de filiales), d'autre part à la progression des méthodologies (prise en compte de nouveaux postes d'émissions), mais aussi à l'actualisation de facteurs d'émission. Afin de fournir l'information la plus exacte possible, l'émetteur recalcule ainsi le chiffre de l'année précédente en *pro forma*. L'information fournie en note méthodologique n'est cependant pas toujours suffisamment détaillée pour permettre d'appréhender l'ensemble de ces éléments de variabilité. La prise en compte, pour un même exercice, d'un montant d'émissions plutôt qu'un autre nécessite de faire un choix et peut aboutir pour les agences de notation extra-financière et les SGP à des résultats différenciés.

4.3.2.4. Calcul des émissions

Concernant le calcul du *scope* 2 en *location based* ou *market based*, sur les quatre émetteurs examinés, les pratiques sont hétérogènes : seul un émetteur, qui communique sur une combinaison des deux approches, détaille sa méthodologie. Dans les 3 autres cas, aucune information méthodologique n'est fournie, mais l'approche utilisée est en pratique *location-based*.

Par ailleurs, lorsque les entreprises ne disposent pas des données pertinentes sur l'ensemble de leurs sites, ou lorsqu'elles ne souhaitent pas réitérer annuellement certains exercices de mesure, des approximations peuvent être mises en place (par exemple, sur la base du constat qu'un poste représente 25% des émissions totales sur un

exercice, reconstituer un chiffre approché l'année suivante). Sur la base des quatre émetteurs examinés, ces approximations, qui peuvent porter sur des postes significatifs, ne sont pas toujours décrites dans leur DPEF ou dans des sources aisément accessibles au public. De manière générale, aucune entreprise interrogée n'a présenté d'éléments qualitatifs ou quantitatifs relatifs à l'incertitude liée à la mesure des émissions carbone effectuée¹¹⁶. Ces exemples illustrent que les agences de notation extra-financières et les SGP n'ont pas nécessairement accès aux éléments d'information permettant d'apprécier l'incertitude inhérente au calcul des émissions carbone d'une entreprise, ce qui peut potentiellement affecter leur perception des émetteurs.

4.3.3. CONCLUSION

Production des données émissions de GES par les émetteurs : à retenir

Comme observé tout au long de cette partie, l'élaboration du bilan des émissions de gaz à effet de serre d'une entreprise nécessite la mise en place d'un grand nombre d'hypothèses et de choix de mise en œuvre (facteurs d'émission, définition du périmètre). En outre, les émissions estimées contiennent une part d'incertitude liée tant à la mesure des données d'activité et des facteurs d'émission (estimation potentiellement imparfaite des données d'activité, par exemple du nombre de kilomètres parcourus par les véhicules de l'entreprise, existence d'intervalles de confiance non négligeables pour les facteurs d'émission, comme montré par la base de facteurs de l'ADEME) qu'aux choix de simplification pour certains postes d'émission (application de trois).

Les exemples de communication présentés sur un nombre restreint d'émetteurs montrent que l'information relative aux options méthodologiques prises n'est pas toujours exhaustive, tandis que le travail de mesure de l'incertitude du montant global d'émissions de GES d'une entreprise n'est pas systématiquement conduit. En outre, des lacunes ponctuelles dans le cadre de production de cette information (écarts de chiffres et de périmètre) ont été relevées.

Dans l'esprit de la DPEF, le bilan GES est un outil à utiliser tout d'abord par l'entreprise afin de quantifier l'impact de ses émissions sur sa valorisation. Toutefois, dans un contexte d'utilisation par les SGP, le bilan GES est de nature à influencer leur perception de l'émetteur lorsqu'elles s'intéressent à l'impact de l'émetteur sur son environnement. Ainsi, tant la [méthodologie du Code de l'environnement](#)¹¹⁷ que le protocole GHG¹¹⁸ produisent des avertissements relatifs à la comparabilité des bilans carbone.

Ce contexte justifie la nécessité d'avoir recours à des vérifications et contrôles par des sources parallèles sur la qualité et la comparabilité des données communiquées.

4.4. CONSTITUTION DES BASES DE DONNEES CARBONE PAR LES PRESTATAIRES ESG



Source : AMF

¹¹⁶ La production d'information relative à l'incertitude fait l'objet de recommandations dans [les lignes directrices](#) de la Commission européenne.

¹¹⁷ [Méthodologie L.229-95](#), avertissement au lecteur, p. 8 : « 7) L'application de cette méthode peut entraîner des choix méthodologiques différents de la part de ses utilisateurs. En conséquence, les bilans d'émissions de GES résultant de l'utilisation de cette méthode ne peuvent être utilisés à des fins de comparaison sans avoir préalablement vérifié que d'éventuelles différences méthodologiques n'engendrent pas des biais significatifs dans les comparaisons. ».

¹¹⁸ [FAQ](#) du GHG sur le scope 3 : « The Corporate Value Chain (Scope 3) Standard is designed to enable comparisons of a company's GHG emissions over time. It is not designed to support comparisons between companies based on their scope 3 emissions. Differences in reported emissions may be a result of differences in inventory methodology, company size or structure ».

Les éléments décrits dans cette partie résultent d'entretiens menés par l'AMF auprès de plusieurs prestataires carbone, agences de notation extra-financières et sociétés de gestion de portefeuille.

4.4.1. PROCESSUS DE COLLECTE

Comme précédemment mentionné, il n'existe pas à ce jour d'exigence de *reporting* régulier et normé des données carbone des entreprises sur l'ensemble de leurs activités. La collecte de l'information carbone de l'ensemble des émetteurs de l'univers d'investissement passe donc par différents moyens :

- Demande directe auprès des émetteurs de leur propre calcul (par exemple par le biais de questionnaires ESG) ;
- Collecte manuelle de l'information disponible dans les documents publiés par l'entreprise (notamment la DPEF) ;
- Consultation de bases de données privées élaborées par des organismes à but non lucratif (CDP notamment), par des prestataires ou par des agences de notation extra-financières.

Une collecte manuelle est en pratique fastidieuse pour les SGP (notamment au vu des difficultés de comparabilité) tandis que les envois de questionnaires le sont pour les émetteurs. Ainsi, divers intermédiaires ont développé des offres globales fournissant l'accès à de larges bases de données carbone d'émetteurs. Ces données sont collectées en pratique soit par envoi d'un questionnaire aux émetteurs (le questionnaire pouvant servir de référence du fait de la taille critique atteinte par l'intermédiaire, ce qui augmente les chances de réponse par les entreprises), soit en collectant l'information disponible publiquement (ce qui d'un point de vue global revient pour les SGP à mutualiser les efforts de collecte manuelle décrits ci-dessus). Ainsi, le CDP envoie tous les ans à des émetteurs jugés critiques des questionnaires portant de manière générale sur le changement climatique et collectant en particulier des informations sur leurs émissions de gaz à effet de serre. Le CDP collecte environ 6 000 réponses par an d'entreprises au niveau mondial et fournit ses données collectées de manière partiellement monétisée, servant de référence à de nombreuses SGP et prestataires. Par ailleurs, certaines agences de notation extra-financières choisissent de s'appuyer uniquement sur l'information disponible dans des bases publiques (dont la base CDP), sans chercher à collecter l'information individuellement par elles-mêmes. Dans certains cas, les prestataires peuvent en outre vérifier, corriger ou compléter les données carbone, le cas échéant par des modélisations. Enfin, quelques SGP, motivées par des enjeux de coût, de qualité de données et de maîtrise de l'information, ont développé leurs propres processus de collecte et de modélisation des données carbone. Les processus développés par ces SGP, notamment de modélisation, sont similaires dans leurs principes à ceux des autres acteurs.

4.4.2. PROCESSUS DE MODELISATION

4.4.2.1. Principes de modélisation

Si la donnée n'est pas disponible, la plupart des acteurs procèdent à une modélisation pour compléter leur base de données. Une modélisation pourra également être effectuée pour vérifier les données déclarées¹¹⁹. Pour ce faire, plusieurs approches ont été observées, les principales étant restituées ci-dessous. Elles procèdent essentiellement selon les étapes suivantes :

1. affectation de l'entreprise à un secteur/décomposition par secteur ;
2. pour chaque secteur, modélisation des émissions ou intensité carbone ;
3. le cas échéant, agrégation des émissions sectorielles pour obtenir la donnée carbone modélisée.

■ Affectation par secteur

¹¹⁹ Un acteur ne développe pas cette offre et indique en cas d'absence que la donnée n'a pas été déclarée. Un autre procède à une modélisation systématique de son univers de couverture, que la donnée soit déclarée ou non.

L'entreprise est affectée à un secteur d'activité, ou le cas échéant, ses activités sont éclatées entre plusieurs secteurs d'activité, définis par le propriétaire de la méthodologie. Une granularité plus ou moins forte a été observée : entre une trentaine et plus de cent secteurs.

Plusieurs acteurs ont souligné qu'ils avaient développé leur propre approche sectorielle, le plus souvent adaptée de référentiels sectoriels standards ou usuellement employés (GICS¹²⁰, ICB¹²¹ secteurs NAF¹²², etc.), afin d'identifier des secteurs homogènes en termes de profil de risque carbone. Ainsi, un acteur soulignait qu'un transporteur de pétrole, qui pourrait être classé dans le secteur pétrolier d'un point de vue économique, était classé dans le secteur du transport dans sa cartographie « carbone » des secteurs, afin de prendre en compte les émissions générées (qui sont *a priori* identiques quelle que soit l'identité de la marchandise transportée).

■ Méthodologies de modélisation

Pour chaque secteur d'activité, les émissions carbone de l'entreprise sont modélisées selon une approche propre à ce secteur. Pour ce faire, deux approches principales ont été identifiées : l'approche « physique » et l'approche « statistique ».

L'approche « physique » a pour but d'identifier des données d'activité et des facteurs d'émission disponibles et pertinents sur ce secteur, sur la base de l'information disponible publiée par les émetteurs ou elles-mêmes modélisées (kilomètres parcourus, tonnes de ciment produites, nombre d'employés, etc.) afin de « recalculer » des émissions carbone. La détermination des données d'activité et des facteurs d'émission peut reposer sur l'expertise des acteurs¹²³ ainsi que sur des sources publiques (GHG, ADEME, etc.).

Selon l'approche « statistique », les émissions carbone sont **déduites de données comparables observées sur les pairs du secteur**, ce qui implique une hypothèse d'homogénéité des comportements des différents émetteurs au sein d'un même secteur. Deux sous-approches sont identifiées : d'une part, l'utilisation de moyennes sectorielles (attribution à une entreprise de la moyenne sectorielle observée des émissions des entreprises de son secteur proportionnellement au chiffre d'affaires), et d'autre part, l'utilisation de régressions linéaires sur la base de facteurs explicatifs (chiffre d'affaires, nombre de salariés, ...).

■ Périmètre de couverture des données modélisées

Comme pour les données ESG en général (voir *supra*), les différents prestataires indiquent couvrir des bases émetteurs de taille variable (entre 5 000 et 25 000 noms). L'AMF a cherché à estimer la part de données modélisées dans l'ensemble des bases de données mises à disposition des SGP par les prestataires. Toutefois, cette information n'a pas été communiquée par l'ensemble des acteurs interrogés et il est donc difficile d'avoir une vue d'ensemble. La part de données modélisées dans l'ensemble des bases de données mises à disposition des SGP par les prestataires n'est généralement pas communiquée et est difficile à estimer. A titre d'illustration, un acteur procède à des estimations pour environ 80% du nombre d'émetteurs couverts ce qui représenterait 35% des émissions de scope 1 et 2.

4.4.2.2. **Transparence vis-à-vis des SGP**

Certains prestataires offrent une transparence complète du processus de collecte des données carbone à leurs clients (chiffres initiaux, dialogue, chiffres finaux), mais la plupart ne fournissent que les chiffres finaux, assortis

¹²⁰ *Global Industry Classification Standard* (GICS) conçu et maintenu par MSCI et S&P.

¹²¹ *Industry Classification Benchmark* (ICB lancé par Dow Jones et FTSE.).

¹²² Nomenclature d'activités françaises (NAF) élaborée par l'INSEE.

¹²³ Certains acteurs effectuant à la fois le rôle de conseil auprès des émetteurs et de fournisseurs de données auprès des acteurs financiers.

éventuellement d'une analyse. Parfois, la provenance de ces chiffres est communiquée, *a minima* sous la forme reportée/modélisée. Dans d'autres cas, l'information n'est pas communiquée dans la base de données mais disponible sur demande du client. En outre, si l'ensemble des acteurs rencontrés a indiqué communiquer les grands principes de collecte et de modélisation des données à leurs clients, la transparence totale sur le processus, et notamment sur les méthodologies de modélisation, n'est pas systématique, ces dernières étant vues comme un savoir-faire à protéger. Ainsi, les services de l'AMF ont demandé dans un contexte informel à plusieurs acteurs non-régulés de transmettre leur méthodologie carbone, sans obtenir de retour.

4.4.2.3. Points d'attention relevés par l'AMF

L'approche par moyennes sectorielles est simple à mettre en œuvre. Toutefois, si elle est utile dans le cadre notamment d'approximation de l'empreinte carbone globale d'un portefeuille, il peut être relevé qu'**elle crée une incitation à ne pas communiquer les données pour les entreprises les plus émettrices de carbone au sein d'un secteur**. En effet, celles-ci, si elles ne reportent pas de chiffre, se verront attribuer par défaut la moyenne sectorielle ce qui améliorera de manière indue la perception qu'un utilisateur peu attentif aura de ces entreprises.

En outre, de manière générale, les méthodes statistiques se fondent sur les équivalents CO₂ déclarés par les entreprises. La modélisation des émissions carbone repose ainsi sur une hypothèse centrale : que les émissions se comportent de manière homogène entre entreprises au sein d'un secteur. **Cette hypothèse limite la comparaison qui peut être faite entre les émissions de deux acteurs d'un même secteur. Pour autant, en fonction des objectifs de gestion, une telle comparaison peut être intrinsèque à la méthode de sélection des titres en portefeuille.**

Enfin, la pertinence de ces méthodes peut être questionnée si trop peu de données observées sont disponibles au sein d'un secteur. Ainsi, un acteur indiquait avoir mis en place une règle exigeant au minimum 2 données observées par secteur pour pouvoir procéder à une modélisation. Cependant, aucune règle de contrôle de ratio de l'information modélisée par rapport à l'information observée n'a été constatée : on pourrait donc supposer qu'il est possible d'avoir une cinquantaine d'émetteurs modélisés à partir d'un couple d'entre eux pour un secteur donné.

Comme indiqué ci-dessus, les émetteurs communiquent peu sur l'incertitude liée à leurs *reporting* carbone (qui peut dépendre de l'incertitude liée aux facteurs d'émissions eux-mêmes ou aux règles simplificatrices d'évaluation de certains postes). Les prestataires utilisant une approche de modélisation « physique » ne communiquent pas non plus sur ces incertitudes. Concernant les prestataires utilisant une approche « statistique », il a été relevé qu'un acteur communique un intervalle de confiance fondé non sur l'incertitude intrinsèque des émissions, mais sur les écarts de modélisation par rapport aux données observées (écart-type des données ayant servi à construire la moyenne sectorielle). Cette incertitude n'est donc pas directement interprétable en montants absolus, mais plus pour apprécier la pertinence de l'hypothèse d'homogénéité sectorielle. Enfin, un acteur communique de manière plus qualitative sur un « score de confiance » construit à partir de différents éléments : controverses, part des émissions auditées, etc.

4.4.3. PROCESSUS DE VERIFICATION/VALIDATION PAR LES PRESTATAIRES

La vérification des émissions carbone déclarées par l'entreprise passe par des contrôles de cohérence entre sources (par exemple en comparant la déclaration DPEF, le site internet de l'entreprise, l'information disponible auprès d'autres acteurs de place), par des contrôles de tendance (variation des émissions carbone déclarées par un émetteur dans le temps), et par des contrôles sectoriels (comparaison des émissions carbone par rapport aux entreprises d'un même secteur).

La plupart des acteurs prévoient un « contradictoire » avec l'entreprise en lui soumettant le chiffre qu'ils ont retenu comme constitutif de ses émissions carbone (éventuellement dans le cadre plus large de leur analyse ESG de l'émetteur), afin de l'inviter à réagir. Les taux de réponse sont variables en fonction notamment de la taille de l'entreprise et de sa zone géographique. Le dialogue peut parfois amener l'entreprise à communiquer de nouveaux éléments ou à corriger ses publications.

Production des données d'émissions de GES par les prestataires ESG : à retenir

Les prestataires de données d'émissions de GES effectuent un travail de collecte et d'enrichissement des données communiquées par les émetteurs. Du fait de la fragmentation actuelle des *reporting*, une telle étape est nécessaire à la construction de bases de données utilisables par des SGP.

Cette phase d'enrichissement passe par des modélisations. Ces modélisations peuvent se baser sur des principes méthodologiques comparables à ceux mis en œuvre par les émetteurs (approches physiques) mais avec une granularité nécessairement plus faible. Ce type d'approche permet de gagner en comparabilité des acteurs au détriment de la précision des données. Les modélisations peuvent également se fonder sur des approches statistiques basées sur des pairs. Ce type de méthode peut donner l'illusion de disposer de données sur des émetteurs alors qu'elle ne revient qu'à extrapoler à partir de moyennes sectorielles. Le recours à ces approches statistiques ne permet donc *a priori* pas de comparer finement des émetteurs, d'autant plus lorsque des moyennes d'émissions sectorielles sont utilisées.

A ce titre, le recours à ces méthodes peut également poser des questions de transparence de la méthodologie utilisée puisqu'une partie des acteurs interrogés s'est montrée réticente à transmettre des informations méthodologiques détaillées à l'AMF.

4.5. CONCLUSION SUR LA QUALITE DE L'INFORMATION DES EMISSIONS DE GES ET LE DISPOSITIF DE CONTROLE DES SGP

4.5.1. CONTROLE PAR LES SGP SUR LES CALCULS D'EMPREINTE CARBONE DES PORTEFEUILLES

Les contrôles effectués par les SGP sur les données d'émissions de gaz à effet de serre des émetteurs en portefeuille passent par une sélection *ab initio* de ces prestataires et des contrôles *ex-post* de la qualité des données reportées. Ces contrôles sont similaires à ceux décrits dans le cadre des procédures de sélection et de contrôle des fournisseurs de données ESG décrits dans le chapitre 2.

4.5.1.1. Contrôles *ab initio* : sélection des prestataires

Le questionnaire ESG envoyé à une cinquantaine de SGP les interrogeait de manière libre sur les critères de choix des prestataires ESG. Les réponses ont été analysées sous l'angle des critères qui revenaient le plus souvent. Ainsi, les plus cités sont le taux de couverture (un peu plus de 60% des répondants), le coût (40% des répondants), la qualité de l'analyse (38%) et la disponibilité et la qualité des données (34%). Des éléments comme la transparence de la méthodologie et l'indépendance du prestataire reviennent moins souvent avec respectivement 15% et 9% de mentions par les SGP. Cette dispersion s'explique aussi par des besoins divers : certaines SGP n'ont besoin que de données brutes pour nourrir leurs modèles internes et leurs propres travaux, et d'autres d'analyses approfondies.

Ainsi, les critères de qualité de la donnée et d'indépendance ne sont pas cités en premier lieu par les SGP. Différents prestataires interrogés ont indiqué fournir des services à la fois aux entreprises (production du bilan carbone de l'entreprise, conseil stratégique) et aux investisseurs (fourniture de bases de données carbone, analyses, établissement de métriques / reporting carbonés). Le cumul des deux activités pourrait entraîner des conflits d'intérêts (par exemple, favoriser dans l'analyse vis-à-vis des investisseurs une entreprise qui est par ailleurs cliente). En pratique, les acteurs interrogés ont indiqué séparer les deux activités (*Chinese wall*) afin de prévenir ces conflits d'intérêts. Parmi les SGP interrogées, une partie a indiqué considérer cet aspect comme important, une autre l'a jugé secondaire.

En pratique, les SGP rencontrées (pour la plupart de taille importante) indiquent mener en amont des diligences afin d'évaluer la qualité des méthodologies de modélisation des données, ainsi éventuellement que l'adéquation de la méthodologie avec l'utilisation qui en sera faite. A ce titre, plusieurs SGP ont relevé que les méthodologies des prestataires étaient sujettes à des évolutions, et attendre de leurs prestataires une notification systématique le cas échéant. Il semble toutefois que cette pratique ne fasse pas l'objet d'une disposition contractuelle entre la SGP et le prestataire.

4.5.1.2. Contrôles *ex-post* : données d'émissions de gaz à effet de serre

La synthèse des contrôles SPOT publiée par l'AMF en juillet 2019 précise qu'aucune des cinq SGP contrôlées n'effectue de contrôle en cours de vie sur la qualité des données ESG. Les réponses reçues au questionnaire transmis à une cinquantaine de SGP, parmi les plus importantes et/ou engagées dans l'investissement responsable, confirment qu'une proportion significative de SGP n'effectuent pas de contrôles des analyses et métriques ESG en général:

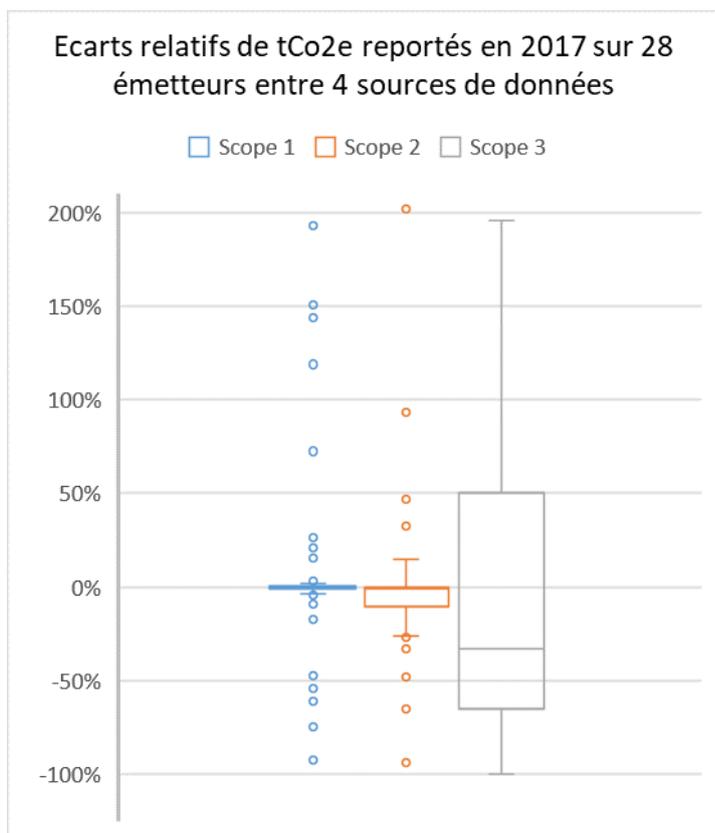
- **50% des SGP interrogées indiquent procéder à un contrôle régulier de l'empreinte carbone du portefeuille** (ce comprenant l'existence de contrôles de cohérence globaux entre différentes sources de données). Il peut s'agir d'un contrôle effectué par la SGP sur les prestataires, par exemple au moyen de recalculs par un outil propriétaire, ou d'un contrôle par un prestataire des travaux de la SGP ou d'un autre prestataire/d'une autre source de données. Les chiffres peuvent également être revus par le gérant (dans le cadre du contrôle du *reporting* du fonds) ou par le commissaire aux comptes du fonds. Les contrôles peuvent consister notamment en des contrôles de cohérence, sur les grandes masses et par tendance d'un exercice sur l'autre. Plusieurs SGP ont mentionné avoir entamé des travaux afin de mettre en place plus de contrôles dans ce domaine (notamment mise en place de contrôles industrialisés de rapprochement entre deux sources) ;
- **15 % des SGP interrogées indiquent procéder à un contrôle régulier *ex-post* échantillonné de données ESG fournies par leurs prestataires** (ces données comprenant notamment l'empreinte carbone des émetteurs)
- **une SGP sur la cinquantaine interrogée mentionne réaliser un rapprochement régulier *ex-post* échantillonné avec les données issues des publications extra-financières des émetteurs.**

Plusieurs SGP considèrent que l'existence de prestataires extra-financiers spécialisés permet d'assurer une qualité suffisante de l'information utilisée, sans avoir à mettre de contrôles en place. Plusieurs SGP ont également mis en avant les coûts et les moyens additionnels que nécessiterait la mise en place de contrôles.

4.5.2. ILLUSTRATION DE LA VARIABILITE DES DONNEES : ECHANTILLON DE 28 EMETTEURS

Afin d'évaluer la convergence des estimations de données d'émissions de gaz à effet de serre, l'AMF a demandé à plusieurs acteurs (agences de notation extra-financière, prestataires carbone, sociétés de gestion de portefeuille utilisant elles même des prestataires), leurs données carbone relatives à une liste d'un peu moins de trente entreprises françaises du SBF 120. Parmi les quatre prestataires interrogés, seuls deux ont répondu favorablement à la demande. Sur les réponses collectées, l'AMF a effectué des contrôles en croisant l'information entre acteurs et, sur deux exemples, en comparant avec les données des émetteurs.

Le graphique suivant illustre les écarts relatifs d'émissions de gaz à effet de serre entre les quatre sources de données susmentionnées (contenant à la fois des SGP et des prestataires) sur les 28 émetteurs. Chaque boîte à moustache représente l'écart relatif à la moyenne des données reportées pour 28 émetteurs x 4 déclarants.



Source : AMF

- Le trait inférieur de la boîte représente le premier quartile (25% des valeurs y sont inférieures).
- Le trait médian de la boîte représente la médiane (50%) des valeurs y sont inférieures.
- Le trait supérieur de la boîte représente le troisième quartile (75% des valeurs y sont inférieures).
- Les valeurs en dehors représentent des données extrêmes (*outliers*). A noter que pour la lisibilité les *outliers* du scope 3 ont été tronqués (l'*outlier* principal allant jusqu'à 4800% d'écart à la moyenne).

Il en ressort :

- des écarts significativement plus faibles sur les *scope 1* et *scope 2* que pour le *scope 3*. Pour autant ces deux *scopes* présentent une variabilité qui n'est pas négligeable : la moyenne de la valeur absolue des écarts relatifs est égale à 16 % pour le *scope 1* et à 13 % pour le *scope 2*. Cette variabilité semble s'expliquer au premier ordre par la taille des émetteurs concernés puisque ces écarts sont d'autant plus faibles pour les émetteurs importants du portefeuille (aucun écart sur le *scope 1* des émetteurs dans le secteur de l'énergie). On note toutefois régulièrement que trois des quatre sources présentent pour les *scopes 1* et *2* des montants identiques. Aucun biais systématique de source n'a toutefois pu être identifié.
- les données de *scope 3* présentent une variabilité très importante avec une moyenne de la valeur absolue des écarts relatifs égale à 218 %. Sur ces données, l'écart absolu à la moyenne était inférieur à 20 % dans 10% des cas seulement. Il en résulte donc, de manière cohérente avec les difficultés de prise en compte du *scope 3* mentionnées *supra*, une incertitude importante sur ces montants.

Ainsi, même pour des émetteurs majeurs, les SGP sont amenées à utiliser des données parfois significativement différentes. **Cette variabilité illustre l'absence de convergence de méthode d'estimation des émissions de GES à l'heure actuelle et la nécessité d'effectuer des contrôles proportionnés auprès des prestataires afin d'avoir une compréhension des données utilisées.**

En outre, l'AMF a relevé dans certains cas que deux acteurs citaient la même source de données (CDP en l'occurrence) mais en fournissant un chiffre différent. Cela peut s'expliquer par le fait que cet acteur, outre une activité de collecte de données, effectue également ses propres estimations et vérifications et produit un second jeu de données corrigées et complétées de ces éléments. Ainsi, la citation de l'acteur seule peut ne pas être suffisante pour caractériser une source de données.

Les services de l'AMF ont interrogé les SGP sur leur appétence pour publier le détail ligne-à-ligne de l'empreinte carbone du portefeuille de leurs fonds, par exemple dans le cadre de leur publication de la composition de leur

portefeuille. **La moitié des SGP interrogées a indiqué y être favorable.** Parmi les raisons invoquées par les SGP réticentes à cette proposition, les principales sont l'impossibilité de communiquer les données, le fait que les données sont la propriété du prestataire, l'absence de consensus méthodologique qui ferait apparaître au grand jour les disparités et l'absence de couverture de l'ensemble du portefeuille. Plusieurs SGP ont toutefois indiqué tenir l'information à disposition des investisseurs en cas de demande.

Concernant la cohérence de l'information avec celle publiée par les émetteurs, sur une entreprise, il est relevé qu'un acteur indiquait en source la DPEF, sans que l'AMF ait pu retrouver le chiffre dans ledit rapport. En outre, un autre chiffre pointait vers une source inexacte (DPEF de l'année précédente). Par ailleurs, l'AMF a relevé, sur un émetteur ayant fait le choix de communiquer sur une filiale stratégique (consolidée comptablement) dans une source et de ne pas l'incorporer dans une autre source, qu'un acteur avait retenu dans sa base de données le chiffre excluant la filiale, sans que le point soit mentionné dans l'analyse l'accompagnant.

4.5.3. POINTS D'ATTENTION SUR LA QUALITE DES DONNEES RELATIVES AUX EMISSIONS DE GES

Au vu de l'ensemble des incertitudes soulignées, l'utilisation de données d'émissions de gaz à effet de serre requiert la mise en place de contrôles appropriés afin de respecter les exigences réglementaires¹²⁴.

Lorsque cette donnée est au centre de l'objectif de gestion, la nature de l'information carbone produite par les émetteurs nécessite des contrôles et une revue poussée afin de pouvoir garantir, dans la mesure du possible, sa comparabilité et la pertinence des montants absolus d'émissions produits. Cette nécessité est renforcée par la diversité des processus de collecte, d'harmonisation, de vérification et de complétion de l'information. L'AMF a en outre relevé dans quelques cas que les chiffres restitués par les prestataires ne corrigeaient pas les biais observés au niveau émetteur, ou encore pouvaient contenir des écarts non-expliqués avec les sources publiées. Par ailleurs, certaines méthodologies de modélisation utilisées par les prestataires rendent la donnée peu adaptée à certaines utilisations (l'utilisation de moyennes sectorielles ne permet pas la comparabilité par exemple). Sur les quelques cas observés où le prestataire communique un élément appréciatif sur l'incertitude des données, l'incertitude mesurée porte soit sur l'écart de modélisation par rapport aux déclarations par les émetteurs, soit sur une appréciation plus qualitative relative à la confiance à attribuer au chiffre de l'émetteur. Ainsi, l'incertitude intrinsèque relative au montant des émissions (liée notamment à l'incertitude sur les facteurs d'émission) n'est pas capturée, ce qui peut s'avérer problématique pour la comparaison et l'estimation de montants absolus.

Pour autant, seulement la moitié des SGP indique faire des contrôles, dont la nature demeure souvent limitée à des contrôles de cohérence entre sources indirectes, sans recoupement notamment avec l'émetteur lui-même et seules 15 % déclarent effectuer des contrôles échantillonnés sur les données ESG. En conséquence, afin de guider les SGP et renforcer le dispositif de remontée de l'information carbone, l'AMF introduit une position¹²⁵, une recommandation ainsi qu'une série de bonnes pratiques. L'objectif de cette position est **de proportionner** l'obligation réglementaire d'effectuer des contrôles sur la qualité des données en fonction de leur utilisation. Aussi et afin d'encourager l'utilisation de ces données par les SGP, l'AMF considère que leur utilisation à des fins de *reporting ex-post* ou de gestion des risques, sans engagements dans l'objectif de gestion ou la politique d'investissement de l'OPC requiert des diligences moindres que leur utilisation dans le cadre du processus d'investissement.

Position n°2 applicable aux sociétés de gestion de portefeuille agréées en France

Contrôle des données relatives aux émissions de GES

(1) Afin de disposer de données fiables, les SGP qui utilisent des données d'émissions de gaz à effet de serre doivent mettre en place un dispositif de contrôle de la qualité et de la cohérence de ces données, proportionné à la criticité

¹²⁴ Obligation d'assurer à l'investisseur une information claire, exacte et non trompeuse ([article L. 533-22-2-1](#) du Code monétaire et financier) et obligations de disposer de données solides et crédibles pour la gestion des risques ([Article 321-81](#) du Règlement général de l'AMF pour les OPCVM et article 45 du [RD \(UE\) 231/2013](#) pour les FIA).

¹²⁵ En lien avec le respect des articles L. 533-12 et L. 533-22-2-1 du CMF sur le contenu de l'information donnée aux porteurs (« contenu exact, clair et non trompeur »)

de l'utilisation de ces données. Lorsqu'elles déterminent la fréquence et la portée de ce dispositif de contrôle, les SGP prennent en compte leur utilisation, par ordre décroissant de criticité : (a) dans le processus d'investissement ou (b) dans l'information communiquée aux investisseurs ou (c) la gestion des risques de ces fonds.

Recommandation n°4 applicable aux fonds autorisés à la commercialisation en France

(1) L'AMF recommande aux SGP qui ont recours à un prestataire afin d'obtenir des données d'émissions de gaz à effet de serre de vérifier que ce prestataire :

- intègre dans son processus de production de ces données une étape de vérification de la qualité des données produites ;
- veille à la cohérence des taux de change utilisés dans les différents aspects d'élaboration des données d'émissions de gaz à effet de serre (modélisation, agrégation pour mesurer l'intensité carbone d'un portefeuille, ...).

Bonne pratique n°5

Lors de la sélection du prestataire

(1) Avoir une présentation pédagogique et de demander à avoir accès à la méthodologie de collecte et de modélisation des données dans le but d'en comprendre :

- les principes (par exemple l'existence d'un contradictoire avec l'émetteur, l'utilisation d'une modélisation par approche physique plutôt que par moyenne sectorielle, ...) ;
- les limitations et leur importance (hypothèses d'homogénéité des comportements par secteurs, approximation de données d'activité par des règles proportionnelles et fréquence des cas où cela se produit, ...) ;
- les règles mises en place pour prévenir ou encadrer ces limitations (existence et pertinence de mesures d'intervalles de confiance, échantillon d'observations de taille minimale pour procéder à des extrapolations, ...).

En cours de prestation

(2) Demander à disposer systématiquement de la source des données (source d'information si déclaratif, précision sur la modélisation totale/partielle de la donnée, date à laquelle la donnée a été collectée, ...). La source doit notamment être suffisamment précise pour permettre d'assurer son unicité (ainsi, citer un prestataire en source peut être insuffisant si celui-ci fournit plusieurs jeux de données en fonction de la qualité des contrôles qu'il applique) ;

(3) Demander à être systématiquement tenu au courant des évolutions de méthodologie ;

(4) Demander que les documents méthodologiques rappellent systématiquement de manière visible les principales hypothèses et limitations sous-tendant les méthodologies employées ainsi que les précautions d'utilisation.

Contrôle ex post

(5) Procéder, de façon proportionnée à l'utilisation qui en est faite (et notamment l'objectif de gestion), à des contrôles périodiques par échantillonnage afin de comparer l'information produite par les entreprises et l'information fournie par les prestataires.

Autres aspects de contrôle de la donnée

(6) Effectuer des contrôles des données d'intensité ou d'émissions carbone d'émetteurs via des contrôles :

- de cohérence sectorielle ou dans le temps ;
- de comparaison avec des sources de données alternatives (information disponible sur des bases publiques, produite par un prestataire différent du prestataire utilisé, ...) ;

Pistes de travail pour les acteurs et la Place

(1) Certaines de ces pratiques étant dépendantes des relations entre SGP et prestataires, une évolution pourrait consister à ce que les associations professionnelles développent **une réflexion sur un cadre commun de dialogue entre prestataires et sociétés de gestion de portefeuille**, à l'image de [l'initiative](#) menée sur les entreprises par

diverses entités dont le MEDEF et l'AFEP et publiée en janvier 2019, ou encore **l'élaboration de clauses contractuelles types avec les prestataires** permettant de diffuser largement ces bonnes pratiques.

(2) Une autre évolution pourrait consister à ce que l'ensemble des acteurs **développent des méthodologies robustes d'estimation de l'incertitude** liée aux données et la communication d'éléments pertinents à ce sujet. L'AMF note ainsi, à titre d'exemple, que des bases de facteurs d'émission, comme celle de l'ADEME, contiennent une estimation de l'incertitude liée à chaque facteur d'émission permettant de mesurer cette incertitude dans le cadre d'une approche « physique ».

4.5.4. POINTS D'ATTENTION SUR LA MISE EN AVANT DE DONNÉES D'ÉMISSIONS DE GES PAR LES OPC

L'ensemble des éléments relevés ci-dessus montre l'existence de bonnes pratiques, mais aussi les limites actuelles à l'utilisation des données carbone (qualité des données, absence de travaux de contrôles), et les risques qui en découlent en matière de communication. Aussi, il est nécessaire que les SGP veillent à communiquer de manière équilibrée sur les promesses effectuées par certains fonds ou l'utilisation de certaines méthodes afin de garantir le caractère clair, exact et non trompeur de l'information délivrée.

En conséquence, l'AMF émet les positions¹²⁶, recommandations et bonnes et mauvaises pratiques suivantes. Les positions et recommandations seront à terme incorporées dans la doctrine de l'AMF.

Position n°3 applicable aux fonds autorisés à la commercialisation en France

Calcul de métriques relatives aux émissions de GES

(1) Afin d'assurer une information claire, exacte et non trompeuse des investisseurs, l'AMF considère que, pour pouvoir communiquer sur des mesures d'empreintes carbone du portefeuille corrigeant les effets de comptage multiple au moyen de facteurs forfaitaires à dire d'expert (e.g. division par 2 ou 3), il est nécessaire de démontrer le caractère conservateur du facteur ainsi retenu et de rendre cette démonstration publique, ou *a minima* tenir cette démonstration à disposition de toute personne qui en fait la demande.

(2) La plupart du temps, l'absence de données de qualité suffisante/de méthodologies disponibles ne permet pas de calculer la métrique carbone considérée sur l'ensemble des actifs composant le portefeuille du fonds. Dans ce contexte, certaines pratiques consistent à extrapoler cette métrique sur l'ensemble du portefeuille à partir de la donnée connue sur un sous-ensemble. Afin d'assurer une information claire, exacte et non trompeuse des investisseurs, l'AMF considère que, pour pouvoir communiquer *ex-post* sur des mesures de gaz à effet de serre utilisant cette méthode, il est nécessaire d'en démontrer le caractère adéquat au regard de l'utilisation qui est faite de la métrique, et de rendre cette démonstration publique, ou *a minima* tenir cette démonstration à disposition de toute personne qui en fait la demande.

Prise en compte dans la politique d'investissement

(3) Compte-tenu de la complexité du processus d'élaboration des métriques d'émissions de gaz à effet de serre, et en particulier les nombreux choix méthodologiques, hypothèses posées et approximations effectuées, générant notamment des incertitudes sur les montants et des biais sous-conservateurs d'agrégation, l'AMF considère que, **pour pouvoir communiquer par rapport à un OPC sur des aspects tels que la « neutralisation » de l'impact carbone ou la réalisation d'un objectif « zéro carbone »**, les SGP doivent *a minima* être en mesure de démontrer le caractère conservateur de l'approche mise en œuvre dans l'estimation de l'empreinte carbone. Ceci passe notamment par la prise en compte de l'ensemble des émissions pertinentes des émetteurs en portefeuille (notamment le *scope 3*, malgré les difficultés d'évaluation de celui-ci). En outre, cette démonstration doit être publique, ou *a minima* tenue à disposition de toute personne qui en fait la demande.

¹²⁶ En lien avec le respect des articles L. 533-12 et L. 533-22-2-1 du CMF sur le contenu de l'information donnée aux porteurs (« contenu exact, clair et non trompeur »)

(4) Les fonds prenant en compte les émissions évitées ne peuvent mettre en avant d'effets de compensation (par exemple affirmer qu'un portefeuille est « neutre » en carbone parce que les émissions évitées sont équivalentes aux émissions générées), ou suggérer une comparaison entre ces émissions et les émissions générées. Pour autant, ces fonds peuvent communiquer sur l'intérêt méthodologique de cette pratique dans la quantification des efforts de limitation des gaz à effet de serre des émetteurs. Par ailleurs, les fonds dont l'objet est le financement de projets de « décarbonation » peuvent communiquer sur les émissions évitées par la mise en place de ces projets.

(5) Les fonds **souhaitant mettre en avant la prise en compte d'émission de gaz à effet de serre dans leur objectif de gestion** doivent faire figurer dans leur DICI un avertissement sur le fait que ces données sont fondées sur des estimations. En outre, le cas échéant, les avertissements suivants doivent être également mentionnés dans le DICI des fonds :

- absence de prise en compte du scope 3 en expliquant les raisons d'une telle absence (insuffisance de la disponibilité des données, ...);
- le fait que la stratégie mise en œuvre peut conduire à investir dans des valeurs fortement émettrices de gaz à effet de serre (par exemple un fonds *low carbon* qui réduit la pondération de ce type d'émetteurs dans le portefeuille sans les exclure).

Cette position est intégrée dans le champ de la position n°7 de la position-recommandation n°2020-03 relative à la commercialisation en France d'OPCVM étrangers.

Recommandation n°5 applicable aux fonds autorisés à la commercialisation en France

Présentation pédagogique de l'utilisation, du calcul et des limites des données relatives aux émissions de GES

(1) Lorsque l'objectif de gestion intègre des données de GES et afin d'assurer une information claire, exacte et non trompeuse des investisseurs, l'AMF recommande aux SGP d'indiquer aux investisseurs : (a) les usages des données de GES dans le processus de gestion, (b) le processus de production de ces données (dont les traitements effectués par les éventuels intermédiaires) et, (c) les limites de celles-ci. Ces informations pourraient être communiquées au travers d'un document distinct de la documentation réglementaire ou commerciale, qui renverraient alors vers ce document (par exemple un « guide pédagogique sur les émissions de gaz à effet de serre », un code de transparence ou au sein d'un rapport « article 173 »).

A titre d'illustration, cette information pourrait notamment inclure les éléments suivants :

- le processus de mesure du bilan carbone des émetteurs (données d'activité, facteurs d'émission, périmètres d'émissions), limites et contrôles associés (existence ou absence d'audit et nature de cet audit, approximations significatives, en fournissant des exemples) ;
- le processus de collecte de ces données, et notamment le fait que celles-ci peuvent être issues de modélisation, en en précisant les principes, limites et contrôles ;
- une indication des périmètres d'émission (ou « *scopes* ») qui ne sont pas pris en compte dans l'estimation de l'empreinte carbone ainsi que les raisons de ces exclusions, et une illustration de l'existence d'émissions carbone non prises en compte au moyen d'exemples ;
- une description du processus de calcul de l'empreinte carbone ou de l'intensité carbone du portefeuille, et notamment la méthodologie d'agrégation retenue et ses limites (approche « equity », « entreprise value », intensité...);
- des éléments précisant en quoi la mesure est adaptée à l'utilisation qui en est faite, compte-tenu de ces limites.

En outre, les bonnes et mauvaises pratiques suivantes sont relevées :

Bonne pratique n°6

Publication de données relatives aux émissions GES

(1) Prévoir au sein du document support de la communication une introduction pédagogique des principes de calcul de l’empreinte ou de l’intensité carbone d’un fonds, et renvoyer vers une source plus détaillée.

(2) Dans le prolongement de la bonne pratique 1 du rapport de l’AMF sur la finance durable dans la gestion collective de 2017 sur la publication des limitations des méthodologies, communiquer le taux de couverture du portefeuille, en indiquant le cas échéant la nature des éléments non couverts (émetteurs avec absence de données, actifs non couverts) et la règle retenue pour la partie non couverte (extrapolée avec justifications du caractère adéquat de cette approche, ou ignorée).

Prise en compte dans la politique d’investissement

(3) Au vu des limites actuelles des approches quantitatives, compléter les stratégies d’investissement quantitatives fondées sur le carbone avec des approches qualitatives permettant d’apprécier la stratégie climat des émetteurs et leurs efforts effectifs de réduction d’émissions.

Cadre de prise en compte des émissions évitées

(4) La [fiche technique](#) publiée par l’ADEME en janvier 2020 énonce une série de recommandations (critères de choix du scénario de référence, revue critique par un tiers indépendant, absence de fragmentation des émissions entre « responsables », modalités de communication vis-à-vis des émissions propres). L’AMF invite les SGP qui font usage et communiquent sur les émissions évitées à respecter ces recommandations lorsqu’elles estiment elles-mêmes des émissions évitées ou de veiller à ce que ces recommandations soient respectées par leurs prestataires ou par les émetteurs en portefeuille le cas échéant.

Mauvaise pratique n°3

Publication de données relatives aux émissions de GES

(1) Dans le cadre d’une publication comparée avec un *benchmark*, ne pas s’assurer de la comparabilité des données relatives aux émissions de GES, notamment au regard des aspects suivants : absence de biais du fait de la limitation des *scopes*, taux de couverture, divergences méthodologiques dans la construction des données¹²⁷.

(2) Communiquer le périmètre de calcul des données relatives aux émissions de GES sous forme de liste limitative d’éléments pris en compte, sans indiquer explicitement les éléments manquants ni leur pertinence (par exemple indiquer que seuls les *scopes* 1 et 2 sont pris en compte au lieu d’indiquer que le *scope* 3 n’est pas pris en compte, et que celui-ci peut être significatif dans le contexte d’utilisation présenté).

(3) Communiquer sur un alignement du portefeuille avec un scénario de transition sans exposer les principes, limites et biais méthodologiques de l’approche.

5. MISE EN ŒUVRE DES OBLIGATIONS D’INFORMATION ESG (DISPOSITIF « ARTICLE 173-VI LTECV »)

L’article [L. 533-22-1](#) du Code monétaire et financier¹²⁸ demande aux SGP, pour le compte de leurs fonds¹²⁹, de publier des informations sur les modalités de prise en compte dans la politique d’investissement de critères ESG, précisant la nature des critères pris en compte et le cas échéant la manière dont sont exercés les droits de vote en fonction de ces critères. Cet article est complété par l’article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier.

Un [bilan d’application](#) de ce dispositif, préparé par la Direction générale du Trésor, le Ministère de la transition écologique et solidaire (MTES), l’Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l’AMF a été publié début

¹²⁷ A cet égard, il est à noter que l’article 8 1 (b) du [règlement Disclosure](#) prévoit, pour les produits financiers qui présente la promotion de caractéristiques environnementales « si un indice a été désigné comme indice de référence, des informations indiquant si et de quelle manière cet indice est adapté à ces caractéristiques ».

¹²⁸ Dispositions instituées par l’alinéa VI de l’[article 173](#) de la loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte (LTECV).¹²⁹ L’ensemble des OPCVM et FIA hors immobilier, titrisations et : OPCVM, FIVG, fonds de capital investissement, fonds de fonds alternatifs, FPVG, FPS, SLP et fonds d’épargne salariale (article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier, I 1°).

¹²⁹ L’ensemble des OPCVM et FIA hors immobilier, titrisations et : OPCVM, FIVG, fonds de capital investissement, fonds de fonds alternatifs, FPVG, FPS, SLP et fonds d’épargne salariale (article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier, I 1°).

juillet 2019, et porte sur l'information fournie par les trente principales sociétés de gestion en termes d'encours. Ce bilan d'application conduit à constater une grande hétérogénéité des publications en termes de qualité, de quantité, de pertinence et de comparabilité, expliquée par le manque de maturité des indicateurs et des méthodologies, particulièrement sur l'appréciation de la contribution au respect des objectifs environnementaux de long terme.

Dans le prolongement de ces travaux relatifs à la qualité du contenu des publications « article 173 », l'AMF a souhaité mener une revue de la forme, en effectuant **un inventaire exhaustif** de la présence des publications réglementaires, soit en pratique une revue des publications des 510 sociétés de gestion de portefeuille dans le champ d'application de ce dispositif, et des 500 fonds d'encours supérieur à 500 MEUR observés à juin 2019¹³⁰. Une analyse qualitative du contenu de l'information a également été effectuée sur plusieurs de ces fonds¹³¹. Un rappel des exigences réglementaires et des évolutions européennes attendues en la matière est effectué en introduction de la présente partie, qui restitue ensuite une synthèse des travaux menés. Les constats effectués ont amené l'AMF à émettre des positions, recommandations, bonnes et mauvaises pratiques qui viennent compléter et actualiser celles introduites par le précédent rapport de l'AMF sur le sujet publié en 2017.

5.1. RAPPEL DES EXIGENCES DE PUBLICATION ET ASPECTS PROSPECTIFS

5.1.1. RAPPEL DES EXIGENCES DE PUBLICATION

L'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier prévoit que les SGP doivent produire de l'information à **deux niveaux** :

- **au niveau de la SGP elle-même** (au 1° du II de l'article : présentation de la démarche générale, contenu, moyens d'information des clients, liste des fonds intégrant des critères E, S et G simultanément et part des encours, adhésion de l'entité à des initiatives, politique de gestion des risques ESG le cas échéant) ;
- **au niveau de chaque fonds** dont les encours sont supérieurs à 500 MEUR, avec une information plus détaillée sur la prise en compte des critères ESG (au 2° du II de l'article : nature, des critères, source des données, méthodologies, impact sur la politique d'investissement).

En outre, une référence aux supports d'information « article 173 » doit être incluse dans les prospectus de l'ensemble des fonds comme prévu par le deuxième alinéa de l'article [L. 533-22-1](#) du Code monétaire et financier.

L'information au niveau de la SGP doit être présentée « *de façon aisément identifiable sur le site internet de l'entité et mise à jour annuellement* »¹³². L'information au niveau de chaque fonds doit être présentée dans le rapport annuel du fonds et sur le site internet de la société de gestion de portefeuille. Les fonds professionnels et les fonds d'investissement à vocation générale (FIVG) réservés à vingt porteurs au plus ne sont pas soumis à cette exigence de publication sur le site internet, sauf ceux qui ne font pas, par ailleurs, l'objet d'une communication sur le site de la SGP¹³³.

Ces obligations sont en application depuis le 30 juin 2017¹³⁴. La présentation normée des démarches, sans contrainte sur la manière de prendre en compte les critères ESG, ainsi que le caractère public de l'information, ont été conçus afin de permettre une comparaison entre acteurs et favoriser l'émergence des meilleures pratiques. Comme mentionné *supra*, à l'issue de deux exercices d'application, le rapport conjoint DGT/MTES/ACPR/AMF prévu par l'article 4 du [décret 2015-1850](#) dresse un [bilan d'application](#) de ces dispositions. Il fait le constat d'une

¹³⁰ Du fait des variations des encours et des retraits/octrois d'agrèments, les chiffres varient en fonction de la période de temps considérée.

¹³¹ L'information au niveau des fonds n'ayant pas été investiguée dans le cadre du bilan d'application.

¹³² Cf. 2° du IV de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier.

¹³³ Cf. 3° du IV de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier. Sont exonérés de publication sur le site internet, « *sauf s'ils font l'objet d'une communication sur le site internet de la société de gestion de portefeuille* », les fonds suivants : FFA, FPVG, FPS, FPCI, SLP et FIVG relevant de l'article [L. 214-26-1](#) du Code monétaire et financier qui sont réservés à 20 porteurs au plus.

¹³⁴ Cf. Article 2 du [décret 2015-1850](#).

grande hétérogénéité des approches et recense plusieurs bonnes pratiques, qui sont incorporées aux bonnes pratiques émises par l'AMF présentées respectivement en parties 6.2.3 et 6.3.5.

5.1.2. ASPECTS PROSPECTIFS : REGLEMENT EUROPEEN « DISCLOSURE » ET ARTICLE 173

Dans le cadre du [plan d'action pour la finance durable](#) proposé en mars 2018 par la Commission européenne, l'Union européenne a adopté en avril 2019 un règlement européen sur la publication d'informations relatives aux investissements durables et aux risques en matière de durabilité ([règlement Disclosure](#)). Comme détaillé par la [publication](#) effectuée en juillet 2019 par l'AMF sur le sujet (*Point d'étape réglementaire européen : avancée des travaux finance durable (Disclosure et Benchmark)*), ce règlement vise à définir au niveau européen des règles harmonisées applicables à tous les professionnels des marchés financiers de publication d'informations relatives aux investissements durables et aux risques en matière de durabilité.

S'agissant des informations qui ne concernent pas la documentation réglementaire ou commerciale des produits, les objectifs du [règlement Disclosure](#) sont similaires à ceux de l'article 173-VI en France qui l'a précédé et dont il s'inspire. Le [règlement Disclosure](#) reprend ainsi le **principe de l'information à deux niveaux (information au niveau de l'entité et au niveau du produit)**, et, de manière limitée, le **principe du « comply or explain »**. Toutefois, le dispositif « Disclosure » diffère du dispositif « Article 173 » sur plusieurs points, comme synthétisé ci-dessous.

Type	Article 173 – Article D. 533-16-1 CMF		règlement Disclosure	
Au niveau des entités	SGP gérant des OPCVM et certains FIA (hors titrisation et immobilier notamment)		SGP gérants OPCVM et FIA	
	§II 1°	Description de la prise en compte de critères ou risques ESG au niveau de l'acteur, liste des produits prenant en compte des critères extra-financiers, adhésion à des chartes, codes...	Art. 3 & 4	Informations sur la politique relative à l'intégration des risques en matière de durabilité Publication sur la prise en compte des incidences négatives en matière de durabilité : <ul style="list-style-type: none"> • Transparence sur la prise en compte (« <i>explain</i> ») ; • Déclaration sur les politiques de <i>diligences raisonnables</i> (« <i>comply</i> ») pour les « entités » ayant plus de 500 salariés ;
Au niveau des produits (hors information dans les documents réglementaires et commerciaux)	Pour les OPCVM et certains FIA dont l'encours est supérieur à 500 M€		Pour les OPCVM et FIA faisant la promotion de critères extra-financiers (« articles 8 ») ou ayant pour objectif l'investissement durable (« articles 9 »)	
	§II 2°	<p><u>Ex-ante</u> : Description de la nature et modalités de prise en compte des critères ESG dans la gestion et lors du vote et de l'engagement</p> <p><u>Ex-post</u> :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Bilan de la mise en œuvre de la politique de vote et d'engagement ; • Contribution au respect des objectifs environnementaux 	Art. 10 & 11	<p><u>Ex-ante</u> : Description des caractéristiques ESG (art. 8) ou de l'objectif d'investissement durable (art. 9) et des méthodes mises en œuvre</p> <p><u>Ex-post</u> : description de la mesure dans laquelle les caractéristiques ESG sont respectées (art. 8) ou de l'incidence globale du fonds en matière de durabilité au moyen d'indicateurs pertinents (art. 9)</p>

Sur le **champ d'application** dans le domaine de la gestion d'actifs, le règlement *Disclosure* s'applique aux SGP et à l'ensemble des fonds qu'elles gèrent, là où le dispositif « Article 173 » ne couvre pas certains FIA (dont les fonds de titrisation et immobiliers).

Sur le **contenu**, le règlement *Disclosure* demande aux acteurs de communiquer, au niveau de l'entité et pour l'ensemble de leurs produits¹³⁵ :

- sur les principales incidences négatives des investissements (tant sur l'impact financier par la prise en compte des risques en matière de durabilité¹³⁶ que sur les incidences négatives du produit sur les facteurs de durabilité¹³⁷) ;
- pour les fonds qui mettent en avant des caractéristiques ESG (article 8 et 9), sur la manière dont ils atteignent leur objectif.

L'Article 173, quant à lui, vise à décrire plus largement la prise en compte des critères ESG dans la politique d'investissement, avec un focus réalisé sur le respect d'objectifs de limitation du réchauffement climatique. L'aspect « risque », lorsqu'il est pris en compte, est limité au niveau de la SGP.

¹³⁵ En outre, le règlement *Disclosure* impose une prise en compte des incidences négatives de la politique d'investissement sur les facteurs de durabilité pour les SGP dépassant un seuil de 500 salariés, sans possibilité d'avoir recours à une à l'« *explain* ». Cette approche constitue un changement de paradigme par rapport à l'Article 173, où l'approche « *comply or explain* » est systématique. La portée de ce changement est toutefois à tempérer par le seuil d'activité élevé qui ne devrait concerner en pratique qu'un faible nombre de SGP sur le marché français.

¹³⁶ "risque en matière de durabilité", un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'ils surviennent, pourraient avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement découlant d'une incidence négative en matière de durabilité;

¹³⁷ "facteurs de durabilité", des questions environnementales, sociales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption et les actes de corruption

Enfin, au niveau **de la localisation de l'information relative aux produits**, le règlement *Disclosure* prévoit une information en premier lieu au niveau de l'information précontractuelle ainsi que sur le site internet de l'entité, et dans les rapports périodiques uniquement pour les produits qui présentent des caractéristiques ESG. Le dispositif « Article 173 », pour sa part, ne couvre l'information précontractuelle que par mention d'un renvoi des prospectus au site internet et au rapport annuel¹³⁸. Il impose une information dans les rapports annuels pour l'ensemble des stratégies (y compris celles qui ne mettent pas en avant de caractéristiques ESG, alors selon une approche « *explain* »), mais assorti d'une condition de taille minimale du fonds (500 MEUR d'encours).

En outre, la teneur des obligations du règlement *Disclosure* dépendra des standards techniques réglementaires attendus pour début 2021. Enfin, dans le cadre français, la Loi Energie et climat (LEC) du 8 novembre 2019 a modifié le texte de l'article [L. 533-22-1](#) du Code monétaire et financier issu du dispositif « Article 173 » afin de tenir compte des nouvelles exigences européennes tout en conservant les spécificités du dispositif français, et en introduisant de nouvelles exigences de transparence complémentaires. Le texte modifié maintient par exemple la publication par les acteurs financiers français d'information sur leur contribution à la transition énergétique, ainsi que sur l'alignement des stratégies d'investissement sur les objectifs internationaux de limitation du changement climatique. En outre, la référence à des cibles indicatives cohérentes avec la Stratégie nationale bas carbone est maintenue. Enfin, le texte modifié permet l'élargissement du dispositif à la prise en compte des risques liés à la biodiversité. Un décret d'application sera publié début 2021 pour préciser ces dispositions.

Les positions, recommandations, bonnes et mauvaises pratiques présentées dans cette section ont donc toute leur importance pour préparer l'entrée en application du nouveau règlement *Disclosure* et les exigences complémentaires prévues par l'article 29 de la loi Energie et climat.

5.2. MISE EN ŒUVRE AU NIVEAU DES SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE

5.2.1. RECENSEMENT DES PUBLICATIONS

L'AMF a recensé au cours de l'été 2019 l'information publiée sur les sites internet des quelques 500 SGP dans le champ d'application de l'article 173 au moyen d'un courrier, de relances, et enfin par recherches manuelles sur les sites internet des entités. A la suite de cette analyse, les SGP ont été classées selon la présence ou non d'une publication sur leur site internet (qui constitue une obligation réglementaire), et, en cas de publication, selon la qualité globale de celle-ci. A cet égard, trois catégories ont émergé :

- les SGP qui déclarent prendre en compte des critères ESG (au moins un critère E, S ou G, pour au moins un de leurs fonds) ;
- les SGP qui déclarent ne pas prendre en compte les critères ESG ;
- les SGP qui ne prennent pas en compte de critères ESG pour au moins un de leurs OPC mais indiquent être « sensibilisées » aux sujets ESG.

Cette dernière catégorie réunit les acteurs, nombreux, qui déclarent ne pas prendre en compte de manière formalisée les critères ESG mais indiquent porter une attention qualitative au sujet, surveiller les développements futurs avant de s'engager, ou encore dont la démarche ESG formalisée consiste uniquement en l'application de filtres normatifs obligatoires (par exemple, des émetteurs ne respectant pas la « convention d'Oslo » qui interdit l'implication dans la production d'armes à sous-munitions). En effet, ces normes très peu différenciantes pour un univers d'investissement européen doivent en pratique être appliquées par toutes les SGP, sans que toutes choisissent de communiquer dessus.

¹³⁸ Article [L. 533-22-1](#) du Code monétaire et financier : « [les supports d'information Article 173] sont mentionnés dans le prospectus de l'OPCVM ou du FIA relevant [du champ d'application de l'article 173]. ».

Les résultats des travaux de recensement, actualisés depuis l'information présentée dans le bilan d'application de l'Article 173¹³⁹ et arrêtés à fin septembre 2019, sont restitués de manière synthétique ci-dessous.

	Nombre de SGP	Pourcentage du nombre de SGP	Pourcentage des encours gérés par les SGP de la catégorie
Nombre total de SGP	510	100%	100%
Publication de l'information	508	99,6%	100,0%
<i>dont prenant en compte des critères ESG</i>	199	39,0%	88,3%
<i>dont ne prenant pas en compte de critères ESG</i>	135	26,5%	3,4%
<i>dont ne prenant pas en compte de critères ESG mais indiquant être sensible au sujet</i>	174	34,1%	8,3%
Pas de publication	2	0,4%	0,0%

Source : AMF, données à fin septembre 2019.

Les chiffres de 2017, qui n'appréhendaient pas la catégorie de SGP « sensibilisées » aux sujets ESG, sont rappelés ci-dessous.

2017	Nombre de SGP	Pourcentage du nombre de SGP	Pourcentage des encours gérés par les SGP de la catégorie
Nombre total de SGP	516	100%	100%
Publication de l'information	350	68%	88%
<i>dont prenant en compte des critères ESG</i>	194	38%	78%
<i>dont ne prenant pas en compte de critères ESG</i>	156	30%	4%
Pas de publication de l'information	166	32%	12%

Source : AMF

Le comparatif entre les deux études permet de noter **une progression des publications recensées par l'AMF** (près de 100% en 2018 contre 68 % des SGP représentant 88 % des encours en 2017). Le nombre de SGP déclarant prendre en compte les critères ESG pour au moins un de leur fonds est lui resté pratiquement stable (un peu moins de 200). Il doit être analysé avec prudence en ce qui concerne les encours, puisque lorsqu'une SGP indique prendre en compte les critères ESG pour au moins un de ses fonds, cela ne signifie pas que 100% de ses encours prennent en compte des critères ESG, ou pas de manière équivalente. Ainsi, le chiffre de 88% d'encours représentés par les SGP déclarant prendre en compte les critères ESG pour au moins un de leur fonds ne signifie pas que 88% des encours de la gestion collective prennent en compte les critères ESG.

Au cours de ses travaux, l'AMF a échangé à plusieurs reprises avec des SGP afin de les inviter à améliorer leur information, ou à la publier si ce n'était pas encore fait (notamment pour des SGP de petite taille ou des SGP faisant partie d'un groupe qui n'avaient pas identifié l'obligation de produire une information au niveau de la SGP). Depuis, plusieurs SGP ont mis en place une publication, et d'autres ont amélioré l'accessibilité et la qualité de l'information disponible.

Dans certains cas, les SGP ne disposent pas de site internet (très petites structures, ou SGP évoluant au sein d'un groupe), situation qui n'est pas prévue par le Code monétaire et financier. Les SGP concernées ont dans ce cas diffusé l'information, soit par le biais du site internet d'une structure de leur groupe, soit par le biais des rapports de gestion de la SGP ou de chacun de ses fonds. Cette situation a été considérée acceptable par l'AMF qui a classé dans le tableau ci-dessus les SGP comme ayant publié de l'information.

¹³⁹ Notamment le nombre de SGP total entre les deux documents passe de 521 à 510 du fait de SGP ayant cessé leur activité ou, après vérification, ne gérant que des fonds hors du champ de l'article 173. En outre, le nombre de SGP ne publiant pas chute de 49 à quelques-unes suite aux relances et investigations complémentaires menées par l'AMF. Enfin, la situation des trois SGP citées dans le [bilan d'application](#) de l'article 173 a été régularisée.

Concernant les SGP résiduelles n'ayant pas publié d'information, il s'agit de SGP de très petite taille. L'AMF travaille à la régularisation de leur situation.

5.2.2. PRATIQUES RELEVÉES

5.2.2.1. Localisation de l'information

L'information « article 173 » est logée le plus souvent soit dans un onglet dédié « ESG », « ISR », « investissement responsable » disponible directement sur la page d'accueil de la SGP, soit dans les « Informations réglementaires » en bas de page, aux côtés d'autres informations à publier obligatoirement sur le site internet de l'entité (gestion des conflits d'intérêts, sélection des intermédiaires, etc.). Pour certaines petites structures, l'information est fusionnée avec l'information obligatoire spécifique au site internet (« mentions légales » ou « mentions légales et réglementaires »).

Plus rarement, l'information est présentée de manière un peu moins évidente dans un des onglets du site de la SGP du type « stratégie », « notre philosophie »/« nos valeurs », ou « nous connaître ».

Pour certaines SGP qui mettent en avant une offre « responsable », l'information est parfois difficilement accessible et distinguable d'informations promotionnelles liées à cette offre.

5.2.2.2. Structure de l'information

L'information peut être délivrée sous la forme d'un rapport ou d'une politique dédiée téléchargeable sur le site internet de la SGP, ou sous la forme d'une page / d'une partie de page.

Lorsque les critères ESG sont pris en compte, le niveau de détail de l'information est très variable : certains rapports « Article 173 » au niveau de la SGP peuvent faire une trentaine de pages, d'autres quelques paragraphes seulement. Bien qu'un plan-type soit prévu par le décret d'application¹⁴⁰, l'ensemble des SGP ne le suit pas, ce qui peut parfois nuire à la clarté de l'information.

5.2.2.3. Contenu de l'information

Pour les SGP qui indiquent prendre en compte les critères ESG, l'information portera sur des éléments tels qu'une description du processus d'investissement (exclusions, méthodologie de notation ESG, ...) des moyens techniques et humains déployés, de la politique de vote et d'engagement. Conséquence de l'absence de suivi du plan-type mentionné ci-dessus, certaines informations sont parfois rarement ou mal renseignées (notamment la liste des OPC gérés qui prennent simultanément en compte des critères ESG ainsi que la part de ces OPC dans le montant total des encours gérés par la SGP¹⁴¹). En outre, certaines SGP ont relevé qu'elles ne souhaitaient pas communiquer le nom de fonds professionnels ou de FIVG réservés qui ne font par ailleurs l'objet d'aucune communication sur leur site internet (ces fonds étant par exemple des fonds dédiés portant le nom de leur investisseur).

Concernant spécifiquement les risques associés aux critères ESG¹⁴², il est observé qu'il est rarement fait mention de ces risques ou des procédures mises en œuvre pour les identifier et les mesurer. Plusieurs SGP et l'AFG ont été

¹⁴⁰ Au 1° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier : présentation de la démarche générale, contenu, moyens d'information des clients, liste des fonds intégrant des critères E, S et G simultanément et part des encours, adhésion de l'entité à des initiatives, politique de gestion des risques ESG le cas échéant.

¹⁴¹ Troisième tiret du 1° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier : « [...] liste des organismes de placement collectif gérés mentionnés au 1° du I qui prennent simultanément en compte des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance ; part, en pourcentage, des encours de ces organismes dans le montant total des encours gérés par la société de gestion de portefeuille ; »

¹⁴² Cinquième tiret du 1° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier : « lorsque l'entité met en œuvre une politique de gestion des risques, description générale de ses procédures internes pour identifier les risques associés aux critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance et l'exposition de ses activités à ces risques, description générale de ces risques ».

interrogées pour mieux comprendre cette absence d'information. Il apparaît que cette notion de « risques associés aux critères ESG », qui ne fait l'objet d'aucune définition réglementaire dans le droit national, est appréhendée de manière diverse. Certains évoquent l'impact d'un événement « ESG » sur la performance financière d'un actif (par exemple un scandale sur un émetteur, une catastrophe naturelle détruisant des moyens de production, ...), d'autres peuvent communiquer sur les externalités négatives (alignement des portefeuilles avec un scénario de transition). Enfin, d'autres SGP, dans la continuité de ce que propose l'AFG dans son [guide professionnel sur l'Article 173](#), englobent dans les « risques ESG » un risque de non-respect des contraintes d'investissement des fonds prenant en compte des critères ESG, ce qui s'apparenterait plus à un risque de conformité¹⁴³. Le nouveau [règlement européen Disclosure](#) introduit en revanche une définition du « risque en matière de durabilité » fondé sur les aspects E, S et G et centrée sur l'impact financier¹⁴⁴.

Concernant plus spécifiquement les SGP agissant au sein d'un groupe (SGP filiales d'assureurs, SGP au sein d'un groupe de plusieurs SGP, ...) il a été constaté à plusieurs reprises que l'information « Article 173 » produite était identique ou renvoyait à l'information disponible au niveau groupe, ou relative à une autre entité (assureur, SGP), sans permettre de distinguer clairement le dispositif directement applicable à la SGP (par exemple une recherche ESG mutualisée).

5.2.2.4. Cas particuliers

Information délivrée par les SGP qui déclarent ne pas prendre en compte les critères ESG

Malgré les recommandations publiées par le [guide professionnel de l'AFG](#)¹⁴⁵, de nombreuses SGP se contentent souvent de mentionner l'absence de prise en compte des critères ESG sans expliquer pourquoi, ce qui est pourtant explicitement demandé par le décret d'application¹⁴⁶.

Parmi celles qui fournissent des raisons, les services de l'AMF relèvent notamment certaines SGP de petite taille, spécialisées dans le capital investissement, qui mettent en avant le fait que de leur point de vue les préoccupations ESG ne sont pas encore prioritaires pour ce type d'émetteurs dans leur cycle de vie ou qu'elles n'ont pas de moyens à y consacrer. D'autres gèrent des fonds indiciels et ne développent pas de politique d'engagement. D'autres, enfin, citent l'absence d'appétence des clients, ou encore de méthodologie mature pour la prise en compte de ces critères.

SGP qui ne prennent pas en compte les critères ESG mais marquent une sensibilité au sujet

Pour plusieurs SGP, il a été relevé des formulations ambiguës qui ne permettent pas au lecteur d'appréhender aisément la prise en compte ou non de critères ESG, et notamment leur caractère engageant et significatif. Ainsi, certaines SGP fournissent, parfois longuement, une définition de ce qu'est l'ESG ou des principes de l'investissement responsable de l'ONU (PRI), d'autres détaillent un « engagement » et une « attention » portée aux sujets ESG, ou encore le fait de « s'efforcer » de prendre en compte les critères ESG. Le fait que concrètement les critères ESG ne sont pas pris en compte de manière formalisée, ou encore que la SGP prendra en tout état de cause ses décisions en fonction de critères purement financiers, n'est précisé qu'en fin de communication¹⁴⁷. Une telle information paraît ainsi **disproportionnée** au regard du dispositif réellement mis en place par la SGP.

¹⁴³ Question 4.9 du [Guide professionnel sur l'Article 173](#) : « [...] Aussi, des contrôles de second niveau peuvent être effectués par les sociétés de gestion de portefeuille afin de vérifier le respect des contraintes d'investissement fixées par le client dans le mandat ou définies dans le prospectus. »

¹⁴⁴ Article 2(22) du [Règlement « disclosure »](#) : « 22) "risque en matière de durabilité" : un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement; ».

¹⁴⁵ Question 4.1 et 4.2. du [Guide professionnel sur l'Article 173](#) qui fournissent des exemples de raisons pour l'absence de prise en compte des critères ESG.

¹⁴⁶ 4° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier : « Le cas échéant, [indiquer les] raisons pour lesquelles l'entité fournit seulement une partie ou ne fournit pas certaines des informations mentionnées au 1° [...] du II. ».

¹⁴⁷ Par exemple, sur un document de 9 pages constituant son information « article 173 », une SGP présente sa philosophie générale, des processus d'intégrations *top down* et *bottom up*, des exemples de critères, avant d'indiquer en page 5 que : « ces critères sont pris en compte par les équipes d'investissement sur une base qualitative, lorsqu'ils sont jugés pertinents ». L'information apparaît ainsi disproportionnée.

A l'inverse, certaines SGP entament leur communication en indiquant, en premier lieu et sans ambiguïté, ne pas prendre en compte de manière formalisée les critères ESG et en expliquent les raisons, avant de détailler, dans un second temps, les éventuelles initiatives, approches qualitatives et autres éléments de réflexion.

5.2.3. CONCLUSION – INFORMATION « ARTICLE 173 » AU NIVEAU DES SGP

L'AMF note **des progrès dans les informations publiées** par les SGP par rapport à son précédent rapport, notamment à la suite de ses relances. Malgré ces progrès, l'AMF note la persistance **de difficultés structurantes** :

- dans de nombreux cas, lorsqu'il n'y a pas de prise en compte des critères ESG, l'information fournie n'en explique pas les raisons, ce qui **est insuffisant au regard des exigences de l'article [D. 533-16-1](#) II-4° du Code monétaire et financier** ;
- le plan-type prévu pour l'information relative à la SGP (1° du II) est rarement respecté, et la pratique de la table de correspondance suggérée dans le précédent rapport de l'AMF est peu suivie. En conséquence, il est difficile pour l'AMF d'apprécier efficacement la conformité de l'information aux exigences réglementaires **et cela nuit à la comparabilité des dispositifs des SGP** ;
- certaines SGP au sein d'un groupe produisent une information standardisée au niveau du groupe qui ne reflète pas toujours avec suffisamment de précisions le dispositif spécifiquement applicable à la SGP au sein de son groupe ;
- certaines SGP, malgré l'absence de prise en compte formelle des critères ESG, souhaitent communiquer sur leurs initiatives, démarches et réflexions sur le sujet, sans que l'information soit nécessairement proportionnée ou formulée d'une manière qui permette au lecteur de **comprendre sans ambiguïté** l'absence de prise en compte systématique et formalisée de critère ESG.

Un grand nombre de ces constats demeurent pertinents dans le cadre du [règlement Disclosure](#) (cf. 5.1.2) qui demande notamment, en cas d'absence de prise en compte par la SGP des principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité, des informations « claires » sur cette absence de prise en compte (article 4 1 b). A noter en revanche que, contrairement au dispositif Article 173, le règlement Disclosure rend obligatoire la publication de la politique de gestion des risques ESG par la SGP, sans possibilité de « *comply* ».

Ainsi, dans le prolongement des bonnes pratiques identifiées respectivement par les précédents rapports de l'AMF sur la finance durable, le [bilan d'application](#) de l'article 173, ainsi que les rappels à la réglementation effectués dans le [synthèse des contrôles SPOT](#) sur les dispositifs de gestion ISR publiée en juillet 2019, l'AMF présente *infra* une synthèse des rappels réglementaires, positions, recommandations et bonnes pratiques relativement aux informations « Article 173 » qui doivent être publiées par les SGP.

Rappels de la réglementation sur la publication d'informations au titre de l'article « 173 »

SGP ne prenant pas en compte les critères ESG

Conformément aux exigences du 4° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier, les SGP doivent expliquer les raisons pour lesquelles elles ne fournissent pas ou ne fournissent qu'une partie des informations mentionnées au 1° du II du même article.

Position n°4

Lisibilité de l'information

(1) Afin d'assurer sa clarté et sa comparabilité, et conformément aux dispositions de l'article [L. 533-22-2-1](#) du Code monétaire et financier, les SGP doivent respecter le plan-type détaillé au point 1° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier, le cas échéant selon un code élaboré par une association professionnelle comme

prévu par le dernier alinéa du 3° du IV de l'article [D. 533-16-1](#). A défaut, une table de correspondance de l'information fournie avec ce plan est exigée.

Information sur la liste des OPC prenant en compte de manière simultanée les critères ESG

(2) Les SGP qui gèrent des fonds prenant en compte de manière simultanée les critères E, S et G, qui sont des fonds réservés (fonds relevant de l'article L. 214-26-1 du Code monétaire et financier) ou des fonds professionnels qui ne font par ailleurs l'objet d'aucune communication sur leur site internet, doivent, soit en divulguer la liste conformément au troisième tiret du 1° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier, soit expliquer les raisons de l'absence de publication conformément au 4° du II du même article.

SGP partie d'un groupe

(3) L'information demandée au 1° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier est propre à chaque SGP. Une SGP agissant au sein d'un groupe doit décrire le dispositif ESG qui lui est applicable et ne peut se contenter de reproduire la description du dispositif groupe ou de renvoyer vers l'information délivrée par celui-ci.

Recommandation n°6

Lisibilité de l'information

(1) L'AMF recommande de publier les informations relatives à la SGP (1° du II du de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier) 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.

Bonne pratique n°7

Lisibilité de l'information

(1) Insertion d'un lexique ou glossaire reprenant les termes utilisés et définissant les grandes notions abordées (critères ESG choisis, notamment les métriques relatives au changement climatique).

Description de la démarche

(2) Décrire les perspectives d'évolution de la stratégie de l'entité et les points d'amélioration et efforts à entreprendre pour améliorer le dispositif.

(3) Bien distinguer dans l'information délivrée par la SGP les démarches appliquées à l'ensemble des fonds des démarches appliquées à certains fonds seulement (fonds ISR, thématiques, ...).

Mauvaise pratique n°4

Lisibilité de l'information

(1) Pour certaines SGP qui mettent en avant une offre « responsable », l'information disponible sur le site internet est difficilement accessible et à distinguer d'informations promotionnelles.

Gestion des risques

(2) En réponse au cinquième tiret du 1° du I de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier qui demande une description du dispositif de gestion des risques associés aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, certaines SGP décrivent le risque de conformité lié aux fonds présentant des caractéristiques ESG. Cette information paraît inadaptée.

5.3. MISE EN ŒUVRE AU NIVEAU DES FONDS

L'AMF a procédé à l'identification de l'ensemble des fonds ayant des encours supérieurs à 500 MEUR à juin 2019 (500 fonds). Pour l'ensemble de ces fonds, elle a procédé à l'identification de l'information « Article 173 » relative au fonds disponible (i) dans le rapport annuel du fonds et (ii) sur le site internet de la SGP, en demandant

l'information aux SGP gérant le plus grand nombre de fonds concernés et en vérifiant manuellement pour les autres. Pour un échantillon d'une centaine de fonds parmi les plus importants, une analyse plus approfondie a été menée afin de mieux comprendre la structure et le contenu de l'information au regard du plan détaillé proposé par les 2° et 3° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier.

5.3.1. SURVEILLANCE DU PERIMETRE DES FONDS ASSUJETTIS

Le 1° du IV de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier circonscrit l'obligation de production de l'information spécifique au niveau du fonds aux fonds dont l'encours est supérieur à 500 MEUR sans préciser à quel moment doit être appréciée cette exigence. Un fonds peut, en effet, temporairement passer au-dessus du seuil de 500 MEUR.

Le [Guide AFG](#) propose aux acteurs un contrôle ponctuel annuel : « [...] la déclaration sur les "informations ESG Investissement" doit être faite dès lors que l'actif net individuel figurant dans l'inventaire est supérieur à 500 Me. La date de constat peut être la date de clôture de l'OPC ou toute autre date jugée plus pertinente pour reporter les informations ESG (notamment, le 31 décembre ou la date de clôture de la société de gestion de portefeuille gérant l'OPC [...]) ».

A l'occasion du contrôle des informations « Article 173 » concernant les fonds, les services de l'AMF ont interrogé les principales SGP sur leurs pratiques. Sur les cinq réponses reçues, la plupart des SGP suivent les recommandations de l'AFG et effectuent un contrôle ponctuel à la date de clôture de l'exercice comptable du fonds. Certaines SGP mettent en place une surveillance dans le mois ou les semaines qui précèdent afin d'anticiper la charge de travail sur le nombre de rapports à produire. D'autres, enfin, ont fait le choix d'intégrer systématiquement cette information pour tous leurs fonds, quelle que soit leur taille. Ainsi, certains fonds peuvent avoir dépassé ou être passés en dessous du seuil de 500 MEUR entre la date déterminant la nécessité de mettre en œuvre une information « Article 173 » spécifique au fonds et la date choisie par les services de l'AMF pour procéder à leur étude.

5.3.2. RECENSEMENT DES PUBLICATIONS

5.3.2.1. Publication dans le rapport annuel

Les travaux de recensement de l'information « Article 173 » délivrée dans le rapport annuel des fonds d'encours supérieur à 500 MEUR à Juin 2019 fournissent les résultats globaux suivants :

Information disponible dans le rapport annuel			
	Nombre	% en nombre	% en encours (%)
Oui	432	86,4%	91,0%
Non - fonds récemment lancés ou en dessous des seuils	22	4,4%	1,7%
Non - non conformes	19	3,8%	2,8%
Autres	14	2,8%	2,8%
<i>Dont fonds où l'information consiste en un simple renvoi vers l'information au niveau de la SGP</i>	11	2,2%	2,5%
<i>Dont fonds d'une durée de vie inférieure à un an</i>	3	0,6%	0,3%
Pas d'accès au rapport annuel - impossibilité de procéder à la vérification	13	2,6%	1,6%
Nombre total de fonds	500	100%	100%

Source : AMF à juin 2019.

Pour la majorité des fonds, les SGP ont produit une information « ESG » conformément aux exigences réglementaires. Pour plus de visibilité, certaines SGP ont choisi de produire un rapport dédié par fonds, annexé au

rapport annuel. Certaines SGP le font systématiquement, d'autres uniquement pour les fonds qui mettent en avant des aspects ESG (fonds responsables ou thématiques). Dans certains cas toutefois, aucune mention à ce rapport dédié n'est effectuée dans le rapport annuel, ce qui nuit à la visibilité de l'information et ne permet pas de respecter pleinement les dispositions de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier qui demande que l'information soit inscrite dans le rapport annuel. Trois fonds d'une durée de vie inférieure à un an et ne nécessitant pas de production d'un rapport annuel ont été relevés.

Concernant l'absence d'informations, celle-ci peut être due au fait que les fonds n'ont pas encore publié leur premier rapport annuel. Dans deux cas, la SGP, qui gère par ailleurs d'autres fonds pour lesquelles l'obligation est respectée, a indiqué que l'absence d'informations relevait d'une problématique opérationnelle qu'elle s'est engagée à corriger pour le prochain exercice. Dans les autres cas, les SGP semblent avoir méconnu les exigences réglementaires. Certains rapports annuels de fonds n'ont pu être consultés (13 rapports représentant 1,6% des fonds).

5.3.2.2. Publication sur le site internet

Les travaux de recensement de l'information « Article 173 » délivrée sur le site internet des SGP concernant leurs fonds d'encours supérieurs à 500 MEUR à juin 2019 aboutissent aux résultats suivants :

Information disponible sur le site internet			
	Nombre	% en nombre	% en encours (%)
Oui	311	62,2%	76,0%
Non - fonds récemment lancé ou en dessous des seuils	15	3,0%	1,2%
Non - non conforme	15	3,0%	1,8%
<i>Dont OPCVM et FIVG ouverts</i>	14	2,8%	1,8%
<i>Dont fonds pro ou FIVG réservés avec communication sur le site internet</i>	1	0,2%	0,1%
Autres	15	3,0%	1,6%
<i>Dont OPCVM ou FIVG ouverts en pratique réservés</i>	13	2,6%	1,4%
<i>Dont OPC ouverts à la commercialisation exclusivement via un distributeur</i>	2	0,4%	0,2%
Fonds pro et réservés sans communication	144	28,8%	19,4%
Nombre total de fonds	500	100%	100%

Source : AMF à juin 2019.

Les résultats produits doivent être pris avec précaution en ce qui concerne la disponibilité de l'information sur le site internet. En effet, certaines SGP à qui il a été demandé de pré-remplir un fichier d'analyse ont mentionné que l'information était disponible en pointant vers l'information « Article 173 » relative à la SGP et non à chaque fonds. Des contrôles par échantillonnage ont en ce cas été réalisés.

Comme indiqué partie 5.1, l'information relative aux fonds doit faire l'objet d'une publication sur le site internet de la SGP, sauf pour les fonds professionnels et les FIVG mentionnés à l'article [L. 214-26-1](#) et qui ne font, par ailleurs, l'objet d'aucune communication sur le site internet de la SGP¹⁴⁸.

Il est observé en pratique que la plupart des SGP mettent en ligne le rapport annuel du fonds sur la page dédiée du fonds sur leur site internet, ainsi que le rapport « Article 173 » dédié de chaque fonds le cas échéant, ce qui permet de respecter les exigences de publication de l'information sur le site internet. Par ailleurs, une SGP a choisi de faire un rapport « Article 173 » unique disponible sur son site internet pour plusieurs fonds d'une même catégorie, conformément à ce qui est prévu par les dispositions de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier.

¹⁴⁸ 3° du IV de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier.

5.3.3. REVUE QUALITATIVE DE L'INFORMATION « ARTICLES 173 » DES FONDS

Une analyse plus approfondie de la qualité de l'information « Article 173 » des fonds a été menée sur une centaine d'entre eux. Bien que le plan prévu par le 2° et le 3° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier soit très détaillé, l'analyse montre que l'information fournie est très souvent beaucoup plus pauvre. Ainsi, seuls un petit nombre de rapports annuels respectent le plan prévu par le décret qui demande tour à tour de présenter :

- la nature des critères pris en compte ;
- les informations utilisées pour l'analyse et la mise en œuvre de ces critères ;
- la méthodologie et les résultats de l'analyse mise en œuvre sur les critères ;
- l'intégration des résultats de l'analyse conduite dans la politique d'investissement.

Ce non-respect du plan défini par le décret complique une étude comparative poussée des fonds. En pratique, et on observe que les rapports qui fournissent une information détaillée présentent, parfois après avoir rappelé brièvement les principes méthodologiques mis en œuvre, des informations quantitatives sur des indicateurs ESG des portefeuilles, le cas échéant par rapport à des *benchmarks*. Certains fonds fournissent des commentaires qualitatifs, et réalisent notamment des focus sur les émetteurs les mieux notés, ainsi que sur les émetteurs faisant l'objet de controverses ou mal notés, en apportant des éléments de justification de leur présence dans le portefeuille.

5.3.3.1. Articulation de l'information au niveau du fonds avec l'information au niveau de la SGP

Dans le cas où le fonds ne présente pas de spécificités par rapport au dispositif ESG général de la SGP, certaines SGP l'indiquent clairement et mentionnent les grands principes de ce dispositif avant d'effectuer un renvoi vers l'information disponible au niveau de la SGP. Cette modalité de présentation facilite la lecture pour l'investisseur.

En revanche, dans d'autres cas, l'articulation entre l'information disponible au niveau du fonds et celle disponible au niveau de la SGP est **moins claire**. Les situations suivantes ont été identifiées :

- certaines SGP effectuent dans les rapports annuels de simples renvois au site internet de la SGP sans autre commentaire¹⁴⁹;
- dans certains cas, bien que le fonds ait une approche différente de l'approche générale décrite au niveau de la SGP, l'information disponible consiste parfois seulement en une communication générique reprenant l'information disponible au niveau de la SGP. Cette situation a été observée notamment dans les cas suivants :
 - o des fonds mettant en avant un caractère ESG spécifique (ISR, thématique, ...)..., sans que des détails soient fournis sur la méthodologie spécifique appliquée ;
 - o des fonds n'appliquant pas le dispositif de la SGP (par exemple, fonds dédiés avec dispositif propre, fonds ne prenant pas en compte les critères ESG) ou pour lesquels le dispositif de la SGP n'est pas adapté (par exemple dans le cas d'un fonds d'épargne salariale investi dans des titres de l'entreprise du salarié pour lequel le dispositif d'intégration large décrit comme appliqué à l'ensemble des fonds n'est pas pertinent).

L'AMF observe pour des SGP qui utilisent un modèle unique d'information « Article 173 » décliné à tous leur fonds **des éléments parfois ambigus** :

- ainsi, dans le cas d'une SGP, le modèle unique commence par une assez longue présentation du processus général de la SGP de prise en compte des critères ESG (7 pages). Pour un fonds de cette SGP **qui ne prend**

¹⁴⁹ Par exemple sous forme de la mention suivante : « Les informations concernant les critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance (ESG) sont disponibles sur le site de la société de gestion [lien vers le site internet de la SGP] ».

pas en compte les critères ESG, ce n'est qu'à la huitième page que le lecteur dispose de l'information sur cette non-prise en compte, invalidant de fait les sept pages de présentation précédentes.

- une autre SGP, pour des fonds ne prenant pas en compte de critères ESG, fait la promotion dans son information « Article 173 » au niveau de ces fonds de l'existence d'autres fonds prenant en compte de tels critères, dans le cadre d'une présentation générale de la démarche de la SGP.
- enfin, une SGP, après avoir présenté sur une page ses engagements et son historique, précise brièvement que le fonds « *ne prétend pas à ce jour intégrer de façon formalisée les dimensions E, S et G.* », avant de communiquer sur un *reporting* présentant la répartition du portefeuille par note ESG, une comparaison de la note moyenne du fonds et celle de son indice, et de l'information carbone. Le fait que la phrase indiquant l'absence de prise en compte formelle de critères ESG soit logée entre deux blocs d'informations ESG diminue la lisibilité de l'information.

Ainsi, l'information « Article 173 » produite n'est pas toujours adaptée au fonds :

- dans le cas où le fonds adopte une démarche ESG spécifique par rapport à la démarche générale de la SGP (par exemple exclusions particulières, fonds responsables ou thématiques), le niveau d'information délivré ne correspond pas aux exigences du 2° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier ;
- quand le fonds adopte une démarche ESG moins-disante que le dispositif général présenté par la SGP, voire inexistante, l'information apportée relative aux démarches appliquées par ailleurs par la SGP induit potentiellement en erreur le lecteur.

5.3.3.2. Cohérence de l'information entre fonds

Si, comme vu ci-dessus, l'information produite par les SGP au niveau de chaque fonds est parfois trop standardisée et mal adaptée à chaque fonds, l'AMF a relevé également des cas où l'information entre fonds d'une même SGP aboutit à des messages potentiellement incohérents. Ainsi, une SGP affirme dans l'information « Article 173 » d'un fonds qui ne prend pas en compte de critères ESG qu'il n'existe pas assez d'informations pour calculer une empreinte carbone, tandis que pour un autre fonds labellisé ISR, cette empreinte est calculée et publiée dans une fiche descriptive (*factsheet*) mensuelle. Or, dans le premier cas, l'indice de référence est l'Eurostoxx 50, tandis que dans le second cas, l'indice est le MSCI Europe, composé de 450 valeurs dont très largement les valeurs composant l'Eurostoxx 50¹⁵⁰. Il semble difficilement crédible de considérer qu'il n'y a pas assez de données pour calculer l'empreinte carbone d'un portefeuille composé de 50 valeurs d'un côté, mais assez pour calculer l'empreinte carbone d'un portefeuille qui contient 450 valeurs, dont très largement ces 50 valeurs, de l'autre.

5.3.3.3. Non-prise en compte des critères ESG

Pour les fonds qui ne prennent pas en compte les critères ESG, les services de l'AMF n'ont identifié **que peu de rapports annuels de fonds présentant des explications**, ce qui est considéré comme insuffisant au regard du 4° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier. Les SGP contactées sur ce sujet ont indiqué qu'elles produiraient cette information pour les prochaines échéances.

5.3.3.4. Stratégie d'engagement

Enfin, les services de l'AMF n'ont repéré **que peu de cas** où de l'information était fournie sur la stratégie d'engagement du fonds, contrairement aux dispositions de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier¹⁵¹.

¹⁵⁰ Une comparaison a été effectuée entre les deux indices à un mois d'intervalle (juillet 2019 pour le MSCI Europe et Août 2019 pour l'Eurostoxx 50. Il en résulte qu'une seule valeur de l'indice Eurostoxx 50 ne se retrouvait pas dans l'indice MSCI Europe.

¹⁵¹ [D. 533-16-1](#) II-2° d ii du Code monétaire et financier : « ii. *Mise en œuvre d'une stratégie d'engagement auprès des émetteurs* :
– *présentation des politiques d'engagement menées auprès des émetteurs* ;
– *présentation de la politique de vote* ;
– *bilan de la mise en œuvre de ces politiques.* »

Pourtant, cet article prévoit aussi que l'information « Article 173 » du fonds doit expliquer l'absence d'informations sur la stratégie d'engagement¹⁵².

5.3.4. INFORMATION DISPONIBLE DANS LE PROSPECTUS

L'AMF a mené une revue partielle des prospectus de fonds entrant dans le champ d'application du dispositif « article 173 ». Au regard des dispositions du deuxième alinéa de l'article [L. 533-22-1](#) du Code monétaire et financier, les supports d'information « Article 173 » doivent en effet être mentionnés dans les prospectus de l'ensemble des fonds couverts par le champ d'application du dispositif « Article 173 » (qu'ils soient au-dessus ou en dessous du seuil de 500 MEUR).

Sur la base des investigations menées, il a été observé, de manière satisfaisante au regard des exigences réglementaires, des mentions génériques dans les prospectus de fonds de taille variée (au-dessus ou en dessous de 500 MEUR), et présentant ou non des caractéristiques ESG, renvoyant vers l'information disponible sur le site de la SGP et vers le rapport annuel de l'OPC : « *les informations relatives aux critères ESG pris en compte par la société de gestion sont disponibles sur son site internet à l'adresse suivante : [lien] ou dans le rapport annuel de l'OPC* ». Une SGP a, en revanche, choisi d'indiquer que cette information était disponible « *sur simple demande écrite du porteur* »¹⁵³.

Par ailleurs, il a été également relevé pour certains fonds de capital investissement que cette information est **absente des prospectus**. A cet égard, il est rappelé que pour les fonds d'épargne salariale ou de capital investissement, le prospectus peut être composé du règlement ou des statuts¹⁵⁴, qui doivent alors respecter les obligations de l'article L. 533-22-1 du Code monétaire et financier.

Dans le cadre du [règlement Disclosure](#) (cf. 5.1.2), l'information relative à la prise en compte des critères ESG pour les fonds qui en font la promotion sera **incluse dans la documentation précontractuelle**.

5.3.5. CONCLUSION – INFORMATION « ARTICLE 173 » AU NIVEAU DES FONDS

L'AMF note que dans l'ensemble, la plupart des fonds présentant un encours supérieur à 500 MEUR produisent une information dédiée conformément aux exigences de l'« article 173 ». Sur le contenu, il est observé que l'information produite n'exploite que peu souvent l'ensemble des possibilités offertes par l'article 173. En outre, **des difficultés persistent**. Lorsqu'il n'y a pas de prise en compte des critères ESG, l'information fournie n'en explique pas les raisons dans de nombreux cas, ce qui **pourrait être considéré comme insuffisant au regard des exigences de l'article [D. 533-16-1](#) II-4° du Code monétaire et financier**. En outre, le plan-type prévu par cet article pour l'information relative au fonds (2° du II) est peu souvent respecté, et la pratique de la table de correspondance mentionnée dans le précédent rapport de l'AMF est peu suivie. Cette situation ne permet pas d'apprécier efficacement la conformité de l'information aux exigences réglementaires **et pénalise la comparabilité des dispositifs** entre fonds.

Par ailleurs, certaines SGP produisent pour leurs fonds une information industrialisée qui ne reflète pas toujours avec suffisamment de précision le dispositif applicable au fonds.

Enfin, les mentions introduites dans les prospectus au titre des exigences du deuxième alinéa de l'article L. 533-22-1 du Code monétaire et financier ne sont pas toujours suffisamment explicites, et cette obligation n'est pas toujours respectée.

¹⁵² Conformément aux dispositions de l'article [D. 533-16-1](#) II-4° d ii du Code monétaire et financier : « *Le cas échéant, raisons pour lesquelles l'entité fournit seulement une partie ou ne fournit pas certaines des informations mentionnées au 1° à 3° du II.* ».

¹⁵³ Extrait du prospectus d'un OPC : « *Le prospectus complet du Fonds, le dernier rapport annuel, les informations sur les critères ESG et le dernier état périodique sont adressés dans un délai d'une semaine sur simple demande écrite du porteur* »

¹⁵⁴ Cf. Article 25 II de [l'instruction AMF 2011-21](#) relative aux fonds d'épargne salariale et article 5-2 de [l'instruction AMF 2011-22](#) relative aux fonds de capital investissement.

Nombre de ces éléments demeurent pertinents dans le cadre de la mise en œuvre du [règlement Disclosure](#) (cf. 5.1.2) où l'articulation de l'information entre SGP et fonds demeure un enjeu. En outre, il est demandé que l'information précontractuelle, en cas d'absence de prise en compte par les SGP pour leurs fonds des risques en matière de durabilité, contienne des informations « claires et concises » sur cette absence de prise en compte (article 6 1), ainsi que des explications en cas d'absence de prise en compte des principales incidences négatives des facteurs de durabilité par la SGP (article 7 2).

Dans le prolongement des rappels à la réglementation effectués dans la [synthèse des contrôles SPOT](#) sur les dispositifs de gestion ISR publiée en juillet 2019, l'AMF présente ci-dessous les rappels réglementaires, positions, recommandations, bonnes et mauvaises pratiques identifiées applicables aux fonds.

Rappels de la réglementation

Fonds ne prenant pas en compte les critères ESG

(1) Conformément aux exigences du 4° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier, les rapports annuels des fonds doivent expliquer les raisons pour lesquelles l'information mentionnée au 2° du II du même article n'est pas fournie ou n'est fournie que de manière partielle.

Information dans le prospectus des fonds

(2) Conformément aux exigences du deuxième alinéa de l'article [L. 533-22-1](#) du Code monétaire et financier, les supports d'information « Article 173 » doivent être mentionnés dans les prospectus de l'ensemble des fonds couverts par le champ d'application du dispositif « Article 173 ». Il est rappelé que cette disposition s'applique pour tous les fonds concernés par l'article 173, quelle que soit la taille de leur encours, y compris les fonds dont le prospectus est constitué du règlement ou des statuts (fonds d'épargne salariale, fonds de capital investissement).

Position n°5

Lisibilité de l'information

(1) L'information « article 173 » relative au fonds doit contenir l'information pertinente sur la prise en compte des critères ESG par le fonds, dans le cadre du plan-type détaillé par le 2° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier. A cet égard :

- lorsque la SGP applique à un fonds un dispositif ESG spécifique par rapport à celui qu'elle décrit à son niveau, il ne peut être procédé par renvoi ou reprise de l'information « article 173 » relative à la SGP sans apporter d'éléments complémentaires ;
- afin de garantir une information claire, exacte et non trompeuse, lorsque le fonds ne prend pas en compte les critères ESG, ou les prend en compte de manière moins importante par rapport au dispositif général de la SGP, l'information « Article 173 » relative au fonds doit le mentionner sans ambiguïté, limiter les références au dispositif général de la SGP à la partie applicable au fonds, et contextualiser la présentation de toute information ESG supplémentaire (par exemple avertir lors de la présentation d'une répartition de note ou d'une information carbone en comparaison à un indice que cette comparaison n'est assortie d'aucun objectif, et préciser la raison de cette présentation).

(2) Le 3° du IV de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier exige que l'information « Article 173 » au niveau du fonds soit présentée dans le rapport annuel du fonds. En conséquence, lorsque l'information « Article 173 » du fonds fait l'objet d'un rapport dédié, le rapport annuel doit faire mention explicite de ce rapport dédié afin de permettre au lecteur de s'y référer aisément. Le rapport dédié peut également être annexé au rapport annuel du fonds.

(3) L'information « Article 173 » relative aux fonds doit contenir de l'information sur la stratégie d'engagement appliquée au fonds conformément aux dispositions de l'article [D. 533-16-1](#) II-2° d ii du Code monétaire et financier. Dans le cas où la stratégie du fonds est similaire à celle de la SGP, cette information doit être présentée clairement.

(4) Afin d'assurer sa clarté et sa comparabilité, et conformément aux dispositions de l'article [L. 533-22-2-1](#) du Code monétaire et financier, l'information relative aux fonds doit respecter le plan-type détaillé par le 2° du II de l'article [D. 533-16-1](#) du Code monétaire et financier, le cas échéant selon un code élaboré par une association

professionnelle comme prévu par le dernier alinéa du 3° du IV de l'article [D. 533-16-1](#). A défaut, une table de correspondance de l'information fournie avec ce plan est exigée.

Information dans le prospectus des fonds

(5) La mise à disposition sur simple demande écrite de l'information ESG n'est pas considérée comme respectant l'exigence de mentionner les supports d'information « Article 173 » prévue au deuxième alinéa de l'article L. 533-22-1 du Code monétaire et financier.

Bonne pratique n°8

Lisibilité de l'information

(1) Insertion d'un lexique ou glossaire reprenant les termes utilisés et définissant les grandes notions abordées (critères ESG choisis, notamment les métriques relatives au changement climatique).

(2) Afin de respecter les obligations de publication de l'information « Article 173 » du fonds sur le site internet de la SGP, publier le rapport annuel du fonds sur le site internet de la SGP.

(3) Dans le cas où le fonds ne présente pas de spécificités par rapport au dispositif ESG général de la SGP, certaines SGP l'indiquent dans le rapport annuel et mentionnent les grands principes de ce dispositif avant d'effectuer un renvoi vers l'information disponible au niveau de la SGP, ce qui facilite la lecture pour l'investisseur.

Mauvaise pratique n°5

Lisibilité de l'information

(1) Certaines SGP effectuent dans les rapports annuels des fonds de simples renvois au site internet de la SGP sans autre commentaire, ce qui nuit fortement à la lisibilité de l'information.

Cohérence de l'information

(2) Une SGP a affirmé dans l'information « Article 173 » d'un fonds ne prenant pas en compte de critères ESG qu'il n'était pas possible de calculer l'empreinte carbone du fonds, faute de données disponibles. Cette SGP publie par ailleurs l'empreinte carbone d'un autre fonds, labellisé, qui investit dans un univers beaucoup plus large que celui du premier fonds. L'information apportée n'est au global pas cohérente.

5.4. COHERENCE GLOBALE DE L'INFORMATION

La transparence des SGP et des fonds sur les aspects extra-financiers sera bientôt dirigée par un double dispositif réglementaire, composé d'une part du règlement *Disclosure* accompagné de ses éléments normatifs de niveau 2 et d'autre part d'un dispositif national spécifique venant le compléter. A ces deux dispositifs s'ajoute éventuellement pour les fonds se commercialisant comme « ISR » ou « responsable » une troisième exigence, celle de produire un « Code de transparence » normé élaboré pour les adhérents de l'AFG. Ce document est actuellement présenté sous forme de deux parties, une relative à la SGP et l'autre relative aux fonds couverts par le document.

Dans le prolongement de la recommandation émise partie 5.2.3 sur la publication des éléments relatifs à la SGP en un seul document, afin de limiter le nombre de documents et d'assurer la clarté de l'information, l'AMF invite les associations professionnelles à retravailler, une fois le contexte réglementaire stabilisé, à **de nouveaux modèles harmonisés de présentation d'information** qui prendront en compte l'ensemble des exigences réglementaires applicables en matière d'ESG.

5.5. CONCLUSION

Les travaux menés par les services de l'AMF en préparation et en complément du [bilan d'application](#) de l'article 173 ont porté sur l'information « Article 173 » produite au niveau de la SGP et l'information « Article 173 » produite au niveau de chaque fonds d'encours supérieur à 500 MEUR. Ils s'inscrivent dans un contexte mouvant avec la mise

en place du [règlement Disclosure](#) au niveau européen. Toutefois, comme montré partie 5.1.2, les dispositifs « Article 173 » et « Disclosure » présentent des similitudes dans leurs principes. Les constats effectués (information articulée à la fois au niveau de la SGP et de chaque OPC, principe du *explain*) demeurent donc pertinents.

Ainsi, à l'issue des travaux réalisés, **des progrès en termes de publication** ont été observés au niveau des SGP par rapport au précédent rapport de l'AMF publié à l'automne 2017, notamment à la suite de relances effectuées auprès des SGP. Ainsi, à août 2019, seules 2 SGP ont été identifiées par l'AMF comme n'ayant toujours pas publié d'information « Article 173 ». Par ailleurs, ce premier exercice de recensement réalisé au niveau des fonds a permis de mettre en avant que, dans l'ensemble, les fonds respectaient les exigences de publication à intégrer dans le rapport annuel du fonds (19 fonds soit 4% du nombre et 3% des encours n'ont pas produit l'information réglementaire requise dans leurs rapports annuels). La publication sur le site internet est aussi globalement respectée (15 fonds, soit 3% du nombre et 2% des encours, ne produisant pas l'information réglementaire requise à fin juin 2019).

Malgré ces progrès, l'AMF note **des difficultés structurantes résiduelles**. Ainsi, tant pour l'information au niveau des SGP qu'au niveau des fonds, il est relevé, lorsqu'il n'y a pas de prise en compte des critères ESG, que l'information fournie n'en explique pas les raisons dans de nombreux cas, ce qui **pourrait être considéré comme insuffisant au regard des exigences de l'article [D. 533-16-1](#) II-4° du Code monétaire et financier**. L'AMF effectue donc un rappel à la réglementation sur ce point. En outre, les plans-types prévus par cet article, respectivement pour l'information relative à la SGP (1° du II) et pour l'information relative au fonds (2° du II) sont peu souvent respectés, tandis que la pratique de la table de correspondance mentionnée dans le précédent rapport de l'AMF est peu suivie. Cette situation ne permet pas à l'AMF d'apprécier efficacement la conformité de l'information aux exigences réglementaires **et pénalise la comparabilité des dispositifs** d'une part entre SGP et d'autre part entre fonds. L'AMF rappelle donc la nécessité de respecter les plans-types prévus par le décret, ou à défaut la mise en place d'une table de correspondance.

Par ailleurs, certaines SGP produisent une information standardisée qui ne reflète pas toujours avec suffisamment de précisions le dispositif applicable, soit à la SGP au sein du groupe auquel elle appartient, soit au fonds au sein du dispositif général de la SGP. L'AMF rappelle donc **l'obligation de produire une information pertinente relativement au périmètre considéré**. Notamment :

- une SGP agissant au sein d'un groupe doit décrire le dispositif ESG qui lui est applicable ;
- l'information relative à un fonds doit décrire fidèlement et clairement le dispositif qui lui est applicable : notamment, l'information doit décrire les éventuels dispositifs supplémentaires applicables à un fonds par rapport à la démarche générale de sa SGP, tandis qu'à l'inverse l'information relative au fonds ne doit pas être alourdie de l'information relative à la SGP qui ne trouve pas à s'appliquer.

Certaines SGP, malgré l'absence de prise en compte formelle des critères ESG souhaitent communiquer sur leurs initiatives, démarches et réflexions sur le sujet. Dans ce cas, la communication doit **demeurer proportionnée** et conforme à la [position-recommandation DOC 2020-03](#) afin de préserver le caractère clair, exact et non trompeur de l'information. En tout état de cause, l'information doit être subordonnée à une information claire, exacte et non trompeuse relative au fait que les critères ESG ne sont pas pris en compte par la SGP et les raisons qui accompagnent ce choix.