AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

Rapport de l'AMF sur l'investissement socialement responsable (ISR) dans la gestion collective

Novembre 2015

Table des matières

Introduction 1

Synthèse 2

I. L'ISR : un concept polymorphe et évolutif parfois difficile à appréhender 7

1.1. Une démarche relativement récente qui évolue avec les préoccupations des investisseurs . 7

1.1.1. De la politique anti-esclavagiste du mouvement religieux Quakers à l'approche *Best-in-Class* 7

1.1.2. L'émergence du développement durable et de la RSE dans les préoccupations collectives : socle du développement de la gestion socialement responsable sous sa forme contemporaine 8

1.2. L'ISR contemporain, un concept qui recouvre des réalités multiples selon les pays, les approches et les objectifs recherchés 11

1.2.1. Une définition large à la frontière d'autres concepts 11

1.2.2. Une vaste palette d'approches 12

1.2.3. Une variété et une richesse de pratiques parmi les gestionnaires d'actifs 15

1.2.4. Des approches variées selon les pays 15

II. Malgré des efforts importants, le cadre français ne permet pas toujours à l'investisseur d'identifier pleinement les produits en adéquation avec ses besoins 18

1.3. L'enjeu de la clarté de l'information et le risque de *greenwashing* en l'absence de cadre réglementaire 18

1.3.1. Des classes d'actifs particulières qui posent parfois la question de leur compatibilité avec une approche socialement responsable 18

1.3.2. Des techniques de gestion parfois controversées dans un environnement responsable 22

1.4. Une information minimum insuffisante dans la documentation de base (réglementaire et commerciale) qui ne permet pas toujours à l'investisseur d'identifier les philosophies compatibles avec ses principes ni d'apprécier la qualité de la gestion extra-financière 29

1.5. Transparence, accessibilité et fiabilité de l'information : trois prérequis au développement du marché de l'ISR 32

1.5.1. Une demande croissante de transparence de la part des investisseurs ISR 32

1.5.2. L'accessibilité des informations en matière d'ISR 34

1.5.3. La fiabilité des informations en matière d'ISR 35

Annexe 1 : Tableau récapitulatif des positions, recommandations et pistes de réflexion de l'AMF 37

Annexe 2 : Liste des acteurs rencontrés 38

Annexe 3 : Echantillon étudié 40

Introduction

L'Investissement socialement responsable (ISR) a connu ces dernières années un développement particulièrement fort en France et plus largement en Europe[1]. Selon les résultats d'une enquête publiée par Paris EUROPLACE le 21 janvier 2015[2], les investisseurs voient dans l'ISR à la fois un moyen de réduire leurs risques et d'avoir un impact sur la société. Les investisseurs institutionnels, qui détiennent plus de 80% des investissements ISR[3], soulignent leur responsabilité sociale et sont sensibles au risque de réputation. Les clients particuliers souhaitent avoir un impact sur la société et accorder leurs investissements à leurs valeurs.

S'il n'appartient pas à l'AMF de dire quel investissement est responsable ou non, il reste fondamental que l'investisseur dispose de l'information nécessaire et suffisante pour juger de la compatibilité de la stratégie ISR proposée avec l'investissement qu'il souhaite réaliser. Le caractère clair, exact et non trompeur de l'information est au centre des missions de l'AMF, aussi l'Autorité est-elle légitime à intervenir dans ce débat.

A ce titre et en cohérence avec le Plan stratégique 2013-2016, l'AMF se donne pour ambition de développer une approche de l'information extra-financière, de la responsabilité sociale de l'entreprise, de l'Investissement socialement responsable ainsi que de conduire des études ciblées sur ces thèmes.

En novembre 2013, l'AMF a publié un rapport sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale[4] des sociétés cotées. Dans le prolongement de ce rapport, la présente étude établit un certain nombre de constats en matière d'ISR tel que mis en œuvre au sein des sociétés de gestion commercialisant des fonds en France, et formule des pistes de réflexion. L'AMF ajuste par ailleurs sa doctrine.

Dans la suite de ce rapport, des passages mettent en exergue les éléments intégrés dans la doctrine de l'AMF[5]. Aucun passage du présent rapport n'est ainsi constitutif de doctrine.

[1] Selon Novethic, en France, les encours sous gestion (fonds, mandats et gestion en direct) sont passés de 3,9 mds€ en 2003 à 222,9 mds€ en 2014. Cette progression correspond en partie à la conversion « ISR » de gestions existantes; celle-ci n'a donc pas été réalisée exclusivement par des créations de fonds et des souscriptions nouvelles.

[2] Enquête menée du 15 juillet au 15 novembre 2014 et envoyée à 109 entreprises émettrices et institutions financières de la Place de Paris.

[3] Source : Novethic.

[4] Recommandation AMF DOC-2013-18.

[5] Position - recommandation de l'AMF DOC-2011-24 sur la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des OPC et Position - recommandation de l'AMF DOC-2011-05 sur les documents réglementaires des OPC.

Synthèse

L'investissement socialement responsable (ISR) est une expression qui recouvre les diverses démarches d'intégration du développement durable au sein de la gestion financière. Comme le soulignait déjà l'Inspection générale des finances en 2002[6] dans un rapport qui demeure d'actualité, l'ISR n'est pas réductible à une définition simple et consensuelle : « L'évolution des termes utilisés pour caractériser ce secteur témoigne de son extension progressive : « d'éthique », il est ainsi devenu « socialement responsable », avant d'œuvrer en faveur du « développement durable ». Les fonds socialement responsables sont le reflet de cette diversité. Ainsi, ils peuvent indifféremment exclure des secteurs d'activité pour des raisons éthiques (tabac, armement), être investis dans les entreprises dont le comportement est jugé responsable au terme d'une analyse fondée sur des critères variables (impact réduit sur l'environnement, qualité des conditions de travail ou des relations entretenues avec les communautés locales, capacité à allier performances sociale, environnementale et économique) ou encore être utilisés comme moyen de pression sur les entreprises afin de faire évoluer leur gestion sociale et environnementale ».

L'investissement socialement responsable répond généralement à trois objectifs principaux[7] :

- Investir selon une certaine philosophie et dans le respect de certaines valeurs ;
- Investir en prenant en compte les risques et les opportunités tirés de l'analyse extra-financière des émetteurs ;
- Investir en visant un impact favorable sur les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance[8].

Or, si ce mouvement est propice à l'innovation, se pose la question de l'intelligibilité et de la lisibilité même de la notion d'ISR pour l'investisseur.

En Europe, il n'existe pas de norme ou de définition commune en la matière. On note toutefois plusieurs initiatives dans des pays comme la France, l'Italie et l'Allemagne pour apporter plus de lisibilité à cette notion. Plusieurs pays réfléchissent à l'élaboration de labels afin de simplifier la lecture de l'offre ISR, notamment pour les investisseurs de détail. Des labels privés existent déjà au Luxembourg (LuxFlag créé en 2006 / label ESG en 2014) ou bien encore en France (Label Novethic créé en 2009). En France, le 28 septembre 2015, le Ministre des finances et des comptes publics a annoncé la création d'un label ISR porté par les pouvoirs publics. Dans le même temps, le Ministère de l'écologie, du développement durable et de l'énergie a mis en consultation les documents relatifs à la création d'un label « Transition énergétique et Climat ».

Au plan national, une définition de la notion d'ISR a été proposée le 2 juillet 2013, par l'Association française de la gestion financière (AFG) et le Forum pour l'investissement responsable (FIR). Aux termes de cette définition, l'ISR « est un 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. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable ».

Cette définition met en lumière les liens étroits existants entre les notions d'investissement socialement responsable (ISR) et de Responsabilité sociale et environnementale (RSE) qui se fondent sur les trois piliers du développement durable[9] (critères sociaux/sociétaux, environnementaux et de

[6] Rapport d'enquête sur la finance socialement responsable et la finance solidaire (N° 2001-M-044-01).

[7] Plusieurs études se sont intéressées à la sur/sous-performance éventuelle des supports d'investissement dits « ISR » par rapport à des supports équivalents classiques. Les résultats ne permettent pas de conclure quant à une sur/sous-performance des supports d'investissement dits « ISR ».

[8] Les investissements sont dès lors réalisés sur la base de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) – cf. partie 1) b.

[9] Le rapport Brundtland (*Our Common Future*), publié en 1987 par les Nations Unies, traduit ces préoccupations et constitue à ce jour la définition la plus consensuelle du développement durable : « *le développement durable est le développement qui permet à la génération présente de satisfaire ses besoins sans compromettre la capacité des générations futures à assurer les leurs* »

gouvernance (ESG). Elle met également l'accent sur l'impact attendu de l'ISR. Une gestion ne devrait se revendiquer ISR que si elle contribue au développement durable et que si elle influence la gouvernance et le comportement des acteurs financés. Une stratégie ISR est donc une stratégie volontariste qui devrait avoir des conséquences concrètes en matière de développement durable.

L'absence de cadre réglementaire ad hoc ou de norme définissant l'ISR10 favorise l'innovation en limitant les rigidités mais participe de la démultiplication des méthodes de sélection et de gestion tout comme des classes d'actifs « investissables » au détriment de la lisibilité pour les investisseurs finaux. Parce qu'il n'existe pas d'actifs ISR comme il existe par exemple des obligations ou des actions, et parce qu'il n'existe pas de classification ISR, l'ISR étant une notion transverse, il est important que les sociétés de gestion veillent à la fois à la transparence des stratégies mises en œuvre et à l'accessibilité et à la fiabilité de l'information diffusée. C'est à cette condition que l'investisseur pourra se faire sa propre opinion sur la robustesse de la dimension ISR qui lui est proposée.

Si chaque approche de l'ISR[11] témoigne d'une démarche spécifique en matière de sélection des émetteurs en portefeuille, les techniques de gestion compatibles avec un produit financier dit « ISR » sont en revanche rarement développées. Pourtant, la prise en compte de ces deux aspects est fondamentale. C'est pourquoi, aux fins du présent rapport, l'AMF s'est intéressée aux méthodes de sélection des titres/instruments en portefeuille et des classes d'actifs correspondantes autant qu'aux techniques de gestion mises en œuvre par les fonds mettant en avant un caractère ISR.

Afin de mieux appréhender la réalité et les enjeux du marché français de l'ISR, l'AMF a conduit des entretiens avec les principales parties prenantes. Elle a, d'autre part, réalisé un travail d'analyse à partir d'un échantillon de fonds[12].

Du point de vue des méthodes de sélection, il ressort de cette analyse qu'une même approche ISR peut mener à la construction de portefeuilles peu comparables. A l'inverse, il est parfois possible de constater de grandes similitudes entre un portefeuille géré selon une démarche ISR et un portefeuille classique non ISR de même classification, et l'on pourra s'interroger sur la portée différenciante de certaines gestions ISR.

Au-delà des classes d'actifs traditionnelles comme les actions ou les obligations d'entreprise, il est légitime de se demander dans quelle mesure et à quelles conditions certains actifs sont susceptibles de s'inscrire dans le champ de l'ISR. Cette question, qui fait débat au sein du monde de l'ISR, se pose notamment pour les actifs monétaires, les obligations souveraines, la titrisation, ou encore les matières premières et les métaux précieux. L'ISR se fondant principalement sur la démarche des sociétés cotées en matière de RSE, les méthodes de sélection ISR « classiques » ne sont pas applicables directement aux classes d'actifs spécifiques telles que l'immobilier ou le capital investissement et doivent être adaptées.

Du point de vue des techniques de gestion, il est nécessaire de rentrer plus en profondeur dans la mécanique de gestion ISR. A l'heure actuelle, un certain nombre de techniques comme par exemple l'usage des dérivés, du prêt-emprunt de titres, de la multi-gestion (fonds de fonds/ schémas maître-nourricier) ou encore les fonds à formule, la gestion alternative ou la gestion indicielle font débat. Il est donc important de donner à l'investisseur une information adéquate lui permettant d'évaluer dans

---

[10] Ce qui ne signifie pas l'absence de toute règle. En effet, les articles L. 533-22-1 et D. 533-16-1 du code monétaire et financier issus de la loi Grenelle II de 2010 imposent aux sociétés de gestion d'OPCVM et de certains FIA de mentionner dans leur rapport annuel et sur leur site Internet les modalités de prise en compte (ou non) des critères ESG dans la politique d'investissement des fonds qu'elles gèrent et d'expliquer comment elles exercent les droits de vote attachés aux titres correspondants. L'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte du 17 août 2015 modifie l'article L. 533-22-1 et institue pour les investisseurs institutionnels et les SICAV l'obligation d'une information sur les modalités de prise en compte dans leur politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance et sur les moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique y compris la contribution au respect de l'objectif international de limitation du réchauffement climatique et à l'atteinte des objectifs de la transition énergétique et écologique.

[11] Les approches « classiques » seront décrites dans la partie 1.b.

[12] L'analyse a été réalisée à partir d'un ensemble de documents publics (document d'information clés pour l'investisseur (DICI), prospectus, règlement, *reportings*, rapports annuels, Code de Transparence) sur un échantillon de 100 fonds sur les 409 fonds ouverts commercialisés en France mettant en avant leur caractère ISR.

quelle mesure l'ISR pratiqué est en ligne avec ses attentes particulières. L'usage de ces techniques de gestion ne doit par ailleurs pas être en contradiction avec les politiques ISR présentées par les sociétés de gestion[13].

L'innovation financière est saine tant qu'elle est maîtrisée et que l'investisseur dispose des outils lui permettant de comprendre la nature des produits et des stratégies dans lesquels il investit. L'Investissement socialement responsable ne déroge pas à la règle. Il importe ainsi de se demander si l'investisseur dispose d'une information suffisante, dans la documentation de base – la documentation légale – pour identifier les approches ISR compatibles avec ses principes. Même si tous les investisseurs n'ont pas les mêmes sensibilités en la matière, il est fondamental que chacun dispose de l'information lui permettant d'évaluer l'adéquation d'un produit financier avec le type d'ISR qu'il souhaite financer sans qu'il ne soit pour autant question pour la société de gestion de révéler tout son savoir-faire à ses clients et à ses concurrents.

L'analyse menée sur un échantillon de fonds montre que dans 74% des cas, l'investisseur dispose d'une information insuffisante pour lui permettre de comprendre ce que signifie en pratique le qualificatif ISR désignant le produit.

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
Pour plus de lisibilité, les documents réglementaires et commerciaux des fonds ISR devraient présenter (i) un objectif de gestion présentant la dimension extra-financière de leur gestion, (ii) le ou les types d'ISR pratiqués, ainsi que (iii) des éléments quant aux méthodes de sélection et de gestion pratiquées.

De plus, dans la mesure où l'investisseur particulier n'a pas connaissance *a priori* de l'étendue de l'offre ISR et ne maîtrise pas techniquement les différentes approches possibles, il est souhaitable que l'information lui permette de situer la démarche mise en œuvre dans un fonds, parmi les principales approches qu'un fonds ISR peut adopter.

Le ou les types d'ISR pratiqués pourraient utilement se fonder sur les typologies « classiques » de l'ISR (*best-in-class*, engagement, exclusion, intégration ESG systématique, impact, thématique,…). Pour que ces classifications soient intelligibles, il est nécessaire qu'elles soient compréhensibles pour l'investisseur et ainsi qu'elles disposent de définitions harmonisées facilement accessibles sur un support public. Un équilibre en la matière doit être trouvé afin de permettre la bonne information de l'investisseur tout en évitant d'afficher une segmentation trop simplifiée qui gommerait les différences importantes des gestions ISR entre elles.

De nombreux acteurs de l'ISR s'accordent pour reconnaître un caractère central à la notion de transparence. Un Code de Transparence a d'ailleurs été mis en place au niveau européen pour répondre au mieux à cet enjeu. Il a pour but d'offrir une plus grande transparence aux investisseurs pour comprendre les pratiques et les partis pris des gestionnaires d'actifs en matière d'ISR. Une première version de ce code a été élaborée en mai 2008 ; code dont l'usage s'est démocratisée sous l'impulsion de Novethic (lancement du Label ISR Novethic en 2009) et de l'incitation conjointe du FIR et de l'AFG. Le Conseil d'Administration de l'Eurosif[14] a adopté ce code le 3 octobre 2012.

En décembre 2013, plus de 500 fonds tous souscripteurs, sur près de 884 distribués en Europe, disposaient d'un Code de Transparence. Ce code est désormais requis pour tous les fonds ISR, ouverts au public, gérés par des sociétés de gestion adhérentes de l'AFG ou du FIR. En adhérant à ce code, les gestionnaires s'engagent à répondre aux questions qui y sont posées pour leurs fonds ISR. Les signataires doivent par ailleurs se référer à ce code lorsqu'ils communiquent sur la dimension ISR des fonds gérés.

[13] Par exemple, un fonds qui annoncerait exclure le tabac et l'armement et qui investirait en parallèle sur des *futures* sur indices contenant ce type d'entreprise devrait ainsi être clair sur une telle possibilité au risque de ne pas fournir une information claire et non trompeuse à l'investisseur

[14] Forum pour l'investissement responsable (FIR) européen auquel adhérent les FIR nationaux.

Dans le cadre de l'échantillon observé, on note que la plupart des fonds étudiés disposaient d'un Code de Transparence. Toutefois, si l'on s'intéresse au contenu du code, on observe de fortes disparités voire des incohérences avec le reste de l'information disponible. Si certains codes permettent d'approfondir les éléments présentés dans la documentation légale, d'autres sont beaucoup plus lacunaires (réponses uniquement par « oui » ou par « non » à certaines questions sans explication ou renvoi aux codes des fonds sous-jacents sans plus de précision) et la longueur du document ne préjuge pas toujours de sa qualité.

A titre d'exemple, seuls 4% des fonds ISR de l'échantillon étudié présentent une politique d'engagement dans la documentation réglementaire alors qu'ils sont près de 80% lorsqu'il s'agit de décrire une politique d'engagement dans le Code de Transparence. Si l'on constate que la totalité des fonds composant l'échantillon se laisse la possibilité d'utiliser des dérivés dans leur documentation réglementaire, seuls 62% semblent utiliser ou s'autoriser l'utilisation des dérivés dans leur Code de Transparence. Bien que 91% des fonds indiquent pouvoir faire usage de techniques de prêt/emprunt titres selon leur documentation réglementaire, ils ne sont plus que 20% si l'on se réfère au contenu des Codes de Transparence. Dans l'échantillon retenu, l'AMF a pu également observer qu'un même Code de Transparence pouvait concerner 19 fonds (diversifiés, obligataires, monétaires et actions), ce qui ne facilite pas l'analyse de l'information. Enfin, en termes de cohérence, il a pu être noté (une seule fois cependant) qu'un fonds expliquant ne pas utiliser de dérivés dans son Code de Transparence, décrivait pourtant des mouvements sur *futures* dans son rapport annuel.

Le recours à un code de Transparence pourrait utilement être transposé aux fonds ISR ouverts à tous souscripteurs « passeportés » vers la France. Le nombre de fonds responsables ou mettant en avant leur lien avec le développement durable a en effet augmenté ces dernières années. Pourtant, l'information fournie quant au processus ISR peut être lacunaire. Dès lors, afin d'assurer un niveau d'information satisfaisant pour les investisseurs, il conviendrait d'imposer la publication d'un document remplissant les mêmes fonctions que le Code de Transparence pour tout fonds qui souhaiterait mettre en avant son caractère responsable. Cette disposition permettrait d'aligner les pratiques des fonds ISR sur la base d'un standard défini au niveau européen et promu par l'EUROSIF.

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
L'AMF recommande que tout fonds commercialisé en France souhaitant mettre en avant un caractère ISR publie un document explicitant sa démarche sur le modèle du Code de Transparence européen ou adhère à une charte, un code, ou un label sur la prise en compte de critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
Les sociétés de gestion doivent assurer la cohérence entre les différentes sources d'information disponibles et en particulier entre la documentation commerciale et légale et le Code de Transparence.

Au sein des Codes de Transparence, plusieurs questions ont trait à l'engagement et plus particulièrement à la politique de vote et/ou de dialogue avec les émetteurs. Nombreuses sont les sociétés de gestion qui font état d'une politique de vote[15] et/ou d'une politique de dialogue mais moins nombreuses sont celles qui facilitent l'accès vers la documentation traitant de ces aspects. Or, là-encore, il est important que les sociétés de gestion diffusent ce type d'informations. De la même manière que le *reporting* extra-financier recense les effets concrets de la stratégie ISR, les rapports de vote et/ou de dialogue font le bilan des décisions de la société de gestion en matière d'engagement et devraient être facilement consultables.

[15] Il convient de souligner que toute société de gestion mentionnée à l'article L. 533-22 du code monétaire et financier – qu'elle mette en place une gestion ISR ou non – doit exercer les droits attachés aux titres détenus par les OPCVM et FIA mentionnés par ce même article. En particulier, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires.

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
Dans la mesure où la société de gestion fait état d'une politique d'engagement, l'AMF recommande qu'elle précise les modalités d'accès aux documents permettant d'approfondir ces aspects (rapport de vote et de dialogue).

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
L'AMF recommande que les *reportings* extra-financiers (intégrés ou non aux *reporting*s financiers classiques) soient facilement accessibles à partir des pages internet dédiées aux fonds ISR et mis à jour au minimum annuellement.

L'AMF souligne par ailleurs l'existence de certaines bonnes pratiques en matière de diffusion des informations extra-financières. Plusieurs sociétés de gestion ont mis en place une rubrique dédiée à la gestion ISR sur leur site internet. On peut notamment y trouver un descriptif détaillé de la philosophie ISR de chacune des gammes ainsi qu'une liste des fonds ISR gérés avec les documents utiles associés (codes de transparence, *reportings* extra-financiers, rapport d'engagement et/ou de dialogue…).

Au niveau européen, certaines initiatives intéressantes sont à souligner comme celles de Novethic dont la base de données regroupe plus de 300 fonds ainsi que celle de la Fédération Belge du secteur financier (FEBELFIN)[16]. Cette organisation a lancé un site dédié aux produits durables qui présente leurs principales caractéristiques de manière synthétique et qui recense les documents clefs au sein d'une même rubrique. Ce type d'initiative facilite les recherches des souscripteurs potentiels ainsi que celles des investisseurs et contribue à l'amélioration de la transparence de ces produits financiers.

En France, un espace est dédié à la diffusion des Codes de Transparence sur les sites internet de l'AFG et du FIR. Cette initiative est intéressante dans la mesure où tout investisseur pourrait se référer à ces sites. Il a néanmoins été constaté que les deux espaces dédiés ne sont pas systématiquement mis à jour et renvoient parfois vers d'anciens Codes de Transparence.

Piste de réflexion :
Assurer l'accessibilité et la mise à jour des Codes de Transparence en les regroupant sur un espace internet commun dédié. *A minima*, un tel espace listerait les fonds concernés avec un renvoi vers les sites internet des sociétés de gestion pour le téléchargement des Codes de Transparence correspondants.

Outre l'amélioration de la transparence des véhicules ISR et l'accessibilité des documents mis à la disposition des investisseurs, la fiabilité et la cohérence des informations diffusées constituent un axe de progrès important. Il est en effet nécessaire que l'ensemble des informations à destination des investisseurs soit accessible, fiable et à jour. A ce titre, les différents labels, existants ou à venir, ont joué et pourront jouer un rôle structurant en la matière.

[16] Elle représente 264 institutions financières établies en Belgique. Il ne s'agit pas seulement des banques, mais aussi des prêteurs, des gestionnaires de fortune et des fonds, des sociétés de bourse et des agents de change, des sociétés de leasing,etc. Les organismes assureurs, les fonds de pension et les sociétés de portefeuille n'en font pas partie.

I. L'ISR : un concept polymorphe et évolutif parfois difficile à appréhender

1.1. Une démarche relativement récente qui évolue avec les préoccupations des investisseurs

1.1.1. De la politique anti-esclavagiste du mouvement religieux Quakers à l'approche *Best-in-Class*

L'investissement socialement responsable (ISR) prend ses sources au XVIIe siècle dans le mouvement Quakers[17]. Les débuts de l'ISR tel qu'on le connaît aujourd'hui datent du XXe siècle avec la création des premiers fonds « éthiques ». Le plus célèbre d'entre eux est le *Pioneer Fund* créé à Boston en 1928. Ce dernier pratiquait une politique d'exclusion des entreprises dont l'activité était en lien avec les «valeurs du péché[18] » à savoir : l'armement, l'alcool, les jeux, la pornographie et le tabac.

Si l'approche d'exclusion se développe jusque dans les années 1980, une nouvelle approche émerge en 1972 avec le fonds *Pax World Fund*, premier fond ISR moderne créé par deux prêtres méthodistes. Il s'agit de l'approche *Best-in-class*. Elle ne se contente plus d'exclure des entreprises en fonction de leur secteur d'activité mais vise à encourager et à valoriser les « meilleurs élèves » de chaque secteur d'activité. Les fondements de cette approche reposent sur le constat selon lequel introduire un biais sectoriel au sein d'un portefeuille n'est pas souhaitable dans la mesure où tous les secteurs d'activités contribuent au développement de l'économie en dépit des controverses attribuées à certains secteurs (nucléaire, pétrolier...). Cette approche vise l'amélioration du comportement des entreprises.

A cette époque, en France, de nombreux mouvements en faveur du développement durable et d'une finance plus responsable prennent de l'ampleur. Dès 1983, les premiers fonds « solidaires » et « de partage » apparaissent[19]. Le premier fonds ISR éthique français est créé sous l'impulsion de sœur Nicole Reille[20] qui souhaitait la création d'un fonds investi dans des entreprises plus respectueuses de la place de l'Homme.

La fin des années 1990 marque le développement en Europe et en France, des premières agences de notations extra-financières européennes, des promoteurs de l'ISR (les forums ISR continentaux[21] et nationaux[22]) ou encore des centres de recherche extra-financière (l'ORSE[23] en 2000 et Novethic[24] en 2001).

Plusieurs investisseurs institutionnels publics de long terme comme le Fonds de réserve des retraites (FRR) en 2005 ou l'Etablissement pour la retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP) en 2007, mettent en avant des politiques d'investissement en faveur de l'investissement responsable.

Si l'Investissement socialement responsable est le résultat de l'évolution des principes éthiques et moraux des investisseurs, il est important de souligner que derrière chaque investissement responsable doivent se trouver des entreprises responsables.

---

[17] Communauté prônant les principes de simplicité et d'égalité, qui a été la première à s'opposer au commerce d'esclaves aux Etats-Unis
[18] Ou « Sin Stocks ».
[19] Dans un fonds de partage, l'investisseur consent à ne pas bénéficier d'une partie des revenus du fonds et à ce que cette partie soit reversée à une association reconnue d'utilité publique. Ce dispositif ouvre droit à une réduction d'impôt.
[20] http://www.rse-magazine.com/Hommage-a-Nicole-Reille_a147.html
[21] Les forums continentaux : Eurosif en Europe, ASrIA en Asie qui s'inspirent du fonctionnement de l'US SIF.
[22] Le SIF français : le FIR créé en 2001.
[23] L'ORSE est plus particulièrement spécialisé sur les enjeux de la Responsabilité Sociale et Environnementale (RSE, voir définition plus loin) et de l'ISR.
[24] Filiale de la Caisse des dépôts et consignations, Novethic est à la fois un média expert de l'économie responsable et un centre de recherche sur l'investissement responsable.

L'investisseur responsable est celui qui décide d'allouer son financement à des entreprises remplissant certains critères financiers et extra-financiers mais encore doit-il être à même de mener à bien son analyse et pour ce faire, de disposer des éléments d'information idoines. La transparence des entreprises constitue de fait le socle fondamental sur lequel repose l'Investissement socialement responsable. Pour comprendre ce qu'est un Investissement socialement responsable, il est essentiel de comprendre comment la notion de développement durable s'est construite puis diffusée d'abord à l'entreprise avec la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) avant d'atteindre dans un second temps l'investissement financier avec l'ISR.

1.1.2. L'émergence du développement durable et de la RSE dans les préoccupations collectives : socle du développement de la gestion socialement responsable sous sa forme contemporaine

L'Investissement socialement responsable est la traduction de la préoccupation des investisseurs de leur volonté de concilier éthique personnelle et investissement dans un contexte d'enchainement des crises sociales, écologiques et économiques. Le rapport Brundtland (*Our Common Future*), publié en 1987 par les Nations Unies, traduit ces préoccupations et constitue à ce jour, la définition la plus consensuelle du développement durable : « le développement durable est le développement qui permet à la génération présente de satisfaire ses besoins sans compromettre la capacité des générations futures à assurer les leurs ». De concept théorique, le développement durable est passé à un état plus matériel notamment au niveau souverain avec le Sommet de la Terre à Rio de Janeiro (1992) qui proposa un plan d'action déclinable au niveau local à travers l'agenda 21[25]. Les entreprises suivirent le mouvement, en puisant dans le concept de Responsabilité Sociale/Sociétale des Entreprises une déclinaison du développement durable au niveau des entreprises, conceptualisée dans la littérature depuis les années 1960 mais réellement mise en pratique dans les années 1990, et définie finalement que tardivement par la commission Européenne en 2011 : « la responsabilité des entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société » et sur l'ensemble des parties prenantes.

La RSE, fondation sur laquelle repose l'ISR, prend son essor avec l'impulsion de trois événements majeurs :

- La formalisation de l'idée de RSE avec le concept de « *Triple Bottom Line* » ou « Triple performance » créé et popularisé en 1994 par le premier cabinet de conseil en stratégie de développement durable britannique : *SustainAbility.* La RSE reposerait ainsi sur trois piliers dépendants les uns des autres : l'environnement (*planet*), le social (*people*) et l'économie (*profit*), la combinaison de ces trois éléments formerait la condition *sine qua non* à un développement durable de notre économie.

- L'information extra-financière nécessaire à la RSE à travers le *reporting* extra-financier : notamment avec la création du *Global Reporting Initiative* (1997) par le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE) et la *Coalition for Environmentally Responsible Economies* (CERES) qui est la source originelle des premières lignes directrices internationales en matière d'information extra-financière, de *reporting* extra-financier et de diffusion des bonnes pratiques extra-financières. Il s'agit là d'un puissant outil d'incitation des entreprises à intégrer l'ensemble des enjeux RSE à travers un cadre qui repose sur une démarche volontaire. Ce dispositif a été précisé et rendu obligatoire en France – précurseur en la matière – avec la loi NRE en 2001[26], puis avec Grenelle II[27], qui a étendu et précisé les obligations de *reporting* des informations environnementales, sociales et sociétales des entreprises cotées et non cotées, mais cible aussi des sociétés de gestion avec l'article 224. L'Union Européenne a décidé de porter une orientation similaire au niveau communautaire avec la directive de l'Union Européenne parue le 22 octobre 2014 relative au *reporting* extra-

[25] L'Agenda 21 est comme l'indique son nom, un plan d'action pour le XXIe siècle. Adopté par 178 chefs d'État lors du sommet de la Terre, à Rio de Janeiro, en 1992.
[26] Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.
[27] Loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement.

financier des entreprises; équivalent de l'article 225 français dans une version *a priori* moins contraignante là encore sous la forme d'un *comply or explain*[28].

- La rédaction de *guidelines* universelles : depuis l'adoption des principes directeurs de l'OCDE sur la responsabilité sociétale des entreprises multinationales en 1976 jusqu'au Global Compact : une initiative de l'ONU lancée en 2000, plus connue au travers du terme « pacte mondial » qui engage les entreprises signataires – désormais 12 000 participants représentant plus de 145 pays – à opérer un alignement « de leurs opérations et de leurs stratégies sur dix principes universellement acceptés touchant les droits de l'homme, les normes du travail, l'environnement et la lutte contre la corruption [29]».

A l'échelle mondiale, l'Investissement socialement responsable a été reconnu à travers les « Principes pour l'Investissement Responsable » (PRI en anglais). Ces principes ont été mis en place par le programme des Nations Unies pour l'Environnement/Initiative Financière (UNEP/FI) et le Pacte Mondial des Nations Unies. Ces Principes ont d'abord été conçus pour les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion. Toutefois, ils s'adressent également à tout acteur désireux de s'engager dans le respect de ces Principes[30], en prenant en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

L'ISR contemporain est ainsi le produit des préoccupations collectives et de la recherche d'une finance qui ne se focalise plus uniquement sur des aspects purement financiers mais qui prend également en compte les perspectives extra-financières des entreprises financées[31].

---

[28] Les articles L. 532-22-1 et D. 533-16-1 du code monétaire et financier issus de la loi Grenelle II de 2010 imposent aujourd'hui aux sociétés de gestion d'OPCVM et de certains FIA de mentionner dans leur rapport annuel et sur leur site Internet les modalités de prise en compte (ou non) des critères ESG dans la politique d'investissement des fonds qu'elles gèrent et d'expliquer comment elles exercent les droits de vote attachés aux titres correspondants.

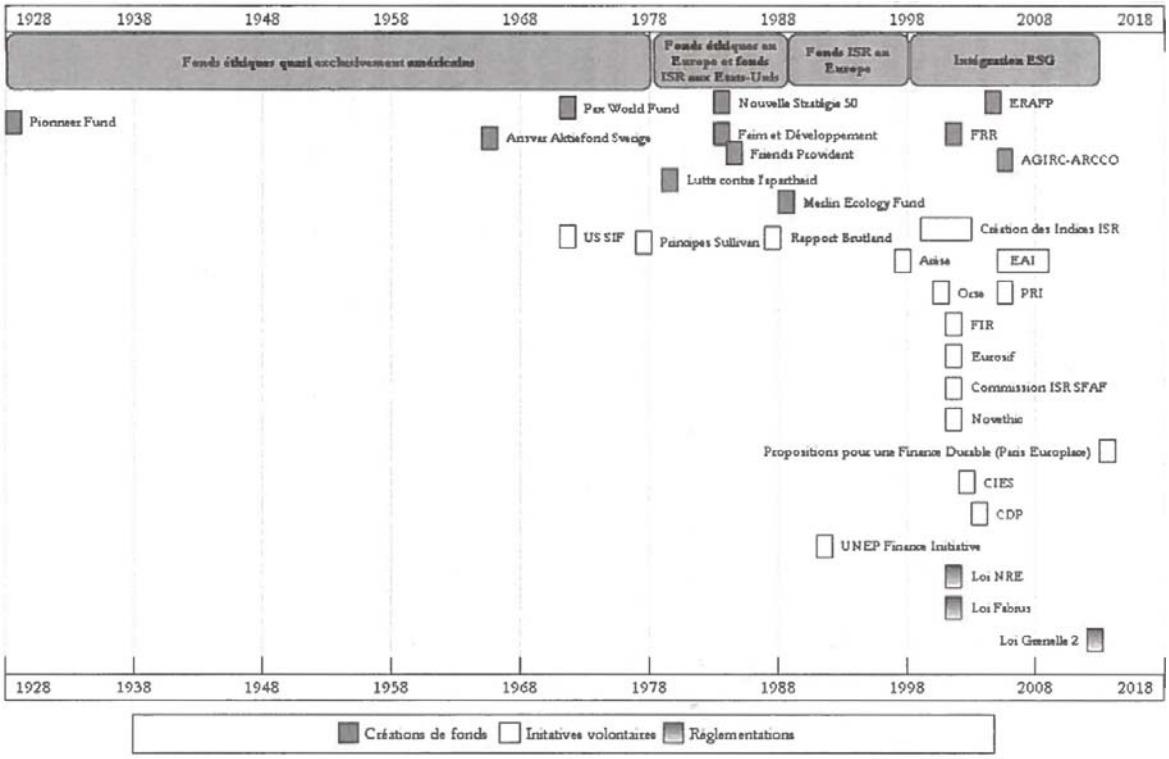
[29] www.unglobalcompact.org/languages/french.

[30] Six principes généraux sont à prendre en considération par les investisseurs qui s'y engagent :

1. Prendre en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissement.
2. Être un investisseur actif et prendre en compte les questions ESG dans les politiques et pratiques d'actionnaires.
3. Demander aux entités dans lesquelles ils investissent de publier des informations appropriées sur les questions ESG.
4. Favoriser l'acceptation et l'application des Principes auprès des acteurs de la gestion d'actifs.
5. Travailler ensemble pour accroître l'efficacité dans l'application des Principes.
6. Rendre compte individuellement des activités et des progrès dans l'application des Principes.

[31] A noter que l'article 48 du projet de loi sur la Transition énergétique pour la croissance verte prévoit l'obligation pour les investisseurs institutionnels listés de publier des informations extra financières au premier rang desquelles la manière de prendre en compte l'exposition aux risques climatiques, notamment la mesure des émissions de gaz à effet de serre associées aux actifs détenus, ainsi que la contribution au respect de l'objectif international de limitation du réchauffement climatique et à l'atteinte des objectifs de la transition énergétique et écologique.

Principales étapes du développement de l'ISR



Source : Nicolas MOTTIS et al, ISR et Finance Responsable, ed. ellipses, Paris, 2014

1.2. L'ISR contemporain, un concept qui recouvre des réalités multiples selon les pays, les approches et les objectifs recherchés

Le développement de l'Investissement socialement responsable exprime la volonté des différentes parties prenantes de mieux prendre en compte les enjeux contemporains globaux y compris les externalités négatives d'origine extra-financière par le biais de critères dits « ESG » : Environnementaux, Sociaux/Sociétaux et de Gouvernance ; un triplet qui fait écho aux trois piliers de la RSE. Malgré certaines initiatives visant à clarifier la notion d'Investissement socialement responsable, celle-ci demeure relativement large et ouvre la voie à une grande diversité d'approches et de pratiques. Même si des approches particulières ont tendance à davantage se développer dans certaines régions du globe, les approches suivies par les gérants d'actifs sont multiples et chacun essaie d'apporter sa touche d'originalité. Or, si ce mouvement est propice à l'innovation, se pose la question de l'intelligibilité et de la lisibilité même de la notion d'ISR pour l'investisseur.

1.2.1. Une définition large à la frontière d'autres concepts

L'Investissement socialement responsable répond généralement à trois objectifs principaux :

- Investir selon une certaine philosophie et dans le respect de certaines valeurs ;
- Investir en prenant en compte les risques et les opportunités tirés de l'analyse extra-financière des émetteurs ;
- Investir en visant un impact favorable en matière environnementale et sociale (*impact investing*[32]).

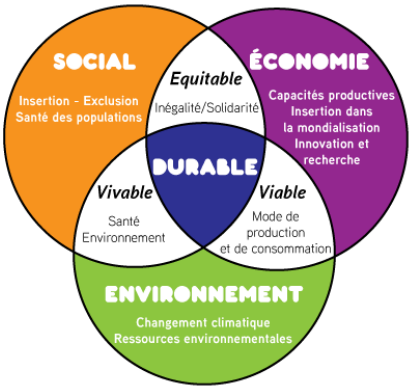
En Europe, il n'existe pas de norme ou de définition commune de la notion d'Investissement socialement responsable. On note toutefois plusieurs initiatives dans des pays comme la France, l'Italie et l'Allemagne pour apporter plus de lisibilité à cette notion. Plusieurs pays réfléchissent à l'élaboration de labels afin de simplifier la lecture de l'offre ISR, notamment pour les investisseurs particuliers. Des labels privés existent déjà au Luxembourg (LuxFlag créé en 2006 / label ESG en 2014) ou bien encore en France (Label Novethic créé en 2009). D'autres pays sont tentés par la mise en place de label ISR public ; c'est notamment le cas de l'Allemagne où ce projet verra le jour à l'automne 2015. Un projet de label ISR public est également en cours de discussion en France.

Au plan national, une définition de la notion d'ISR a été proposée le 2 juillet 2013, par l'Association Française de la Gestion financière (AFG) et le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR). Aux termes de cette définition, l'ISR « *est un 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. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable* ».

Cette définition met en lumière les liens étroits existants entre la notion d'ISR et les trois piliers du développement durable, à savoir la sphère sociale, la sphère économique et l'environnement. Elle met également l'accent sur la matérialité attendue des stratégies ISR. Une stratégie ne peut se dire ISR que si elle contribue directement ou indirectement, au développement durable et qu'elle influence la gouvernance et le comportement des acteurs financés. Une stratégie ISR est donc une stratégie volontariste qui devrait avoir des conséquences concrètes en matière de développement durable.

[32] L'EUROSIF classe l'*Impact Investing* parmi les stratégies ISR mais beaucoup d'acteurs considèrent cette approche à part car elle revêt une dimension très spécifique plus proche du financement de projet.

Les piliers du développement durable et de la RSE



Source : Université Rennes 2

Source : http://www.bivi.qualite.afnor.org

Il convient par ailleurs de souligner que certains fonds ISR comportent en outre une dimension solidaire ou de partage. La dimension de partage se traduit par le consentement de l'investisseur à ne pas bénéficier d'une partie des revenus du fonds. Ces revenus sont versés à une association reconnue d'utilité publique.

1.2.2. Une vaste palette d'approches

Au niveau mondial, la *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), qui regroupe plusieurs associations en faveur du développement de l'Investissement socialement responsable, identifie sept grandes catégories de stratégies ISR. Les catégories identifiées par l'Eurosif, au niveau européen, sont très proches même si leurs dénominations varient légèrement.

Il n'est pas évident de classer chaque fonds ISR existant dans une catégorie définie. Les grandes catégories utilisées pour classer schématiquement la population des fonds ISR constituent des ensembles non disjoints qui se superposent.

Au niveau d'un fonds en particulier, on peut considérer qu'une gestion ISR est caractérisée par l'adoption de l'une ou de plusieurs approches types (exclusion, intégration ESG, stratégies positives, *impact investing*, thématique, engagement). Ces approches ne sont pas exclusives les unes des autres. Elles sont en général cumulées pour constituer la stratégie ISR du fonds. Par exemple, un fonds ISR donné peut parfaitement cumuler les approches « Exclusion », « Best-in-class » et « Engagement »[33].

Les *stratégies positives* consistent à sélectionner des émetteurs sur la base de leur contribution positive en matière ESG comparativement à leurs concurrents. Dans le cadre de ces stratégies, on note l'existence de plusieurs approches parmi lesquelles on recense de manière non exhaustive :

- l'approche *Best-in-class* : elle vise à sélectionner/pondérer les meilleurs émetteurs de chaque secteur sans exclure aucun secteur *a priori ;*
- l'approche *Best-in-universe* : elle vise à sélectionner/pondérer les meilleurs émetteurs de l'univers de départ. Contrairement à l'approche *Best-in-class*, cette dernière peut amener à exclure certains secteurs dont la contribution au développement durable n'est pas suffisante, comparativement aux émetteurs des autres secteurs représentés dans l'univers de départ ;
- l'approche *Best-efforts* : elle cherche à ne retenir en portefeuille que les émetteurs ayant consenti le plus d'efforts en matière de développement durable. Les émetteurs ayant le plus progressé ne sont pas forcément les meilleurs de l'univers en matière ESG.

[33] Voir plus bas les définitions de ces termes.

L'*engagement actionnarial* vise à promouvoir les pratiques ESG des entreprises. Comme pour l'approche *Best-efforts*, les émetteurs retenus ne sont pas forcément les meilleurs sur le plan ESG. En revanche, ce sont ceux vis-à-vis desquels la société de gestion va s'engager dans une démarche active afin d'encourager les mesures allant dans le sens du respect de l'humain et de l'environnement. Ceci peut prendre la forme du vote en assemblée générale, du dépôt de résolution et/ou du dialogue avec les émetteurs en portefeuille.

Pour ce qui est de *l'intégration ESG*, il existe différents degrés d'intégration. Un gestionnaire peut mettre l'analyse ESG à la disposition des analystes généralistes et des gestionnaires de fonds, sans mise en place d'une procédure normalisée. On parle alors d'« intégration ESG non systématique ». L'analyse ESG peut également être systématiquement incluse dans le processus de gestion et d'analyse. Enfin, des contraintes d'investissement peuvent être mises en place dans le processus de gestion. L'EUROSIF considère l'intégration ESG systématique comme une des formes de l'ISR.

En matière de *stratégies ESG négatives*, l'exclusion peut être menée sur la base de critères ESG ou peut revêtir une dimension normative lorsque les filtres mis en place conduisent à évincer les entreprises ne respectant pas les normes ou les conventions internationales (violation des droits de l'homme, normes environnementales, etc.).

L'*impact investing* fait partie des formes d'ISR identifiées par l'EUROSIF et le GSIA. Il consiste à cibler des investissements (en particulier dans des entreprises non cotées) afin de résoudre des problèmes sociaux ou environnementaux. Il peut conduire à orienter le capital investi vers des individus défavorisés.

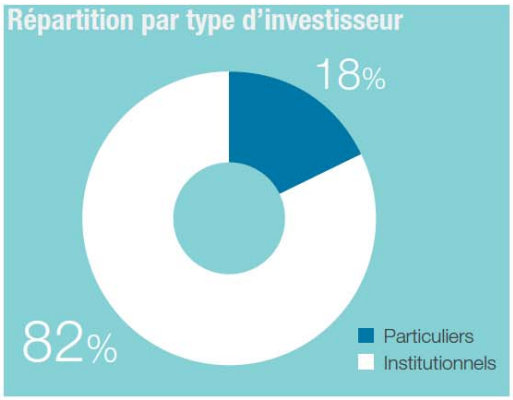
Enfin, l'*investissement thématique* s'attache à des thèmes d'investissement aussi divers que celui des droits humains, des énergies renouvelables ou bien encore de l'eau.

Certains labels locaux peuvent adopter une démarche plus contraignante et considérer que certaines des approches listées ci-dessus ne sont pas suffisantes pour que le véhicule qui les met en œuvre se revendique comme relevant du champ de l'ISR. Ainsi, en France, Novethic exige-t-il que la prise en compte de l'analyse ESG soit systématique et porte à la fois sur les dimensions environnementales, sociales et sur celles liées à la gouvernance, et ce, même si l'approche retenue privilégie un ou plusieurs de ces enjeux. Aussi, l'investissement thématique, les exclusions sectorielles ou normatives ne sont-ils pas suffisants pour répondre à ce critère. De même, Novethic ne considère pas l'investissement solidaire comme étant une forme d'ISR à part entière dès lors que la prise en compte systématique de critères E, S et G n'est pas vérifiée sur au moins 90% des actifs en portefeuille[34].

Enfin, un label spécifique est délivré par Finansol pour les produits d'épargne dans le cadre desquels i) l'épargne placée finance des entreprises dites solidaires, orientées sur des thématiques comme celles du logement, de la réinsertion sociale, de l'écologie ou de l'aide aux pays en développement, et/ou ii) les revenus sont reversés régulièrement sous la forme de don à des organismes bénéficiaires.

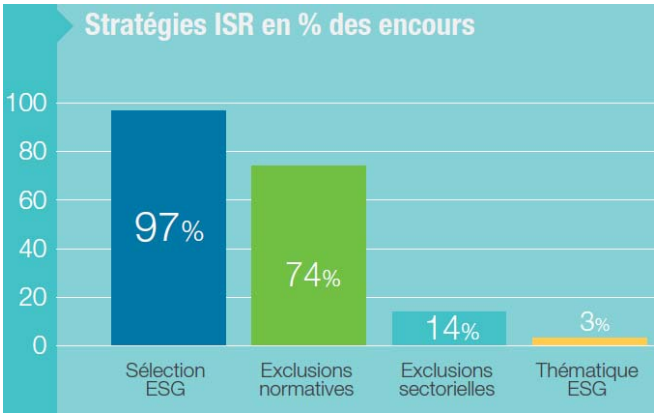
[34] Hors liquidités et poche solidaire éventuelle.

Répartition des encours ISR par clientèle (Mds€)	2013	2014	Évolution
Total	**169,7**	**222,9**	**+31%**
dont investisseurs institutionnels	**132,3**	**182,0**	**+38%**
Gestion collective	43,3	41,8	- 3%
Gestion déléguée	75,0	118,3	+58%
Gestion interne	14,1	21,9	+55%
dont investisseurs particuliers	**37,4**	**40,9**	**+9%**
Gestion collective	18,6	20,6	+11%
Épargne salariale	18,8	20,3	+8%



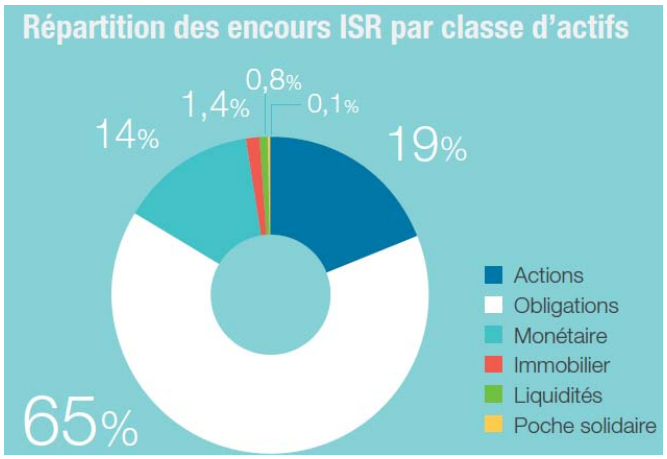
Source : Novethic et FIR

L'Investissement socialement responsable (ISR) a connu ces dernières années un développement particulièrement fort en France. Selon Novethic, les encours sous gestion (fonds, mandats et gestion en direct confondus) sont passés en France de 3,9 mds€ en 2003 à 222,9 mds€ en 2014. Ces encours ISR recouvrent des stratégies et des philosophies différentes. Par ailleurs, cette progression correspond en partie à la conversion « ISR » de gestions existantes. Cette croissance de la gestion ISR est portée principalement par les investisseurs institutionnels qui représentent 82 % du marché.



Source : Novethic et FIR

En 2014, selon Novethic et le FIR, la sélection ESG reste la principale stratégie ISR mise en place. Sur les 97% d'encours soumis à cette approche, 90% respectent une approche *Best-in-class* et 7% une approche *Best-in-universe*. Les sociétés de gestion sont de plus en plus nombreuses à combiner ces approches ESG avec des exclusions normatives pratiquées désormais par les trois quarts du marché.



Source : Novethic et FIR

En matière de classes d'actifs, les actions et obligations représentent par nature une proportion importante. Il convient toutefois de noter que 14% des encours selon Novethic et le FIR sont constitués de fonds monétaires et que l'immobilier représente plus de 1 % avec 2,88 mds€ (+59% en 2014).

Enfin, l'intégration plus large de critères ESG dans la gestion financière continue de progresser (+22% en 2014) et est appliquée de façon méthodique sur 356 mds€.

1.2.3. Une variété et une richesse de pratiques parmi les gestionnaires d'actifs

Chacune des stratégies identifiées *supra* se décline sous de multiples formes. A titre d'exemple, une stratégie ESG positive peut consister en une approche de type *Best-in-universe*. Seuls les meilleurs émetteurs de l'univers de départ sont sélectionnés. Une approche de type *Best-in-class* peut également être mise en œuvre afin de ne retenir que les meilleurs émetteurs de chaque classe ou secteur en portefeuille. Contrairement à l'approche *Best-in-universe* l'approche *Best-in-class* permet une représentation de l'ensemble des classes ou secteurs.

Par ailleurs, une multitude d'indicateurs peut être utilisée pour appréhender un seul et même critère ESG. Afin de mesurer la dimension sociale d'un émetteur, un gestionnaire d'actifs peut par exemple s'intéresser à la gestion des ressources humaines, à la sécurité des salariés, au respect des normes internationales (OIT). Il peut également intégrer des critères d'ordre sociétaux et étudier les conséquences des activités de l'émetteur sur la société dans son ensemble. Enfin, si l'on considère plus précisément l'un de ces indicateurs, la sécurité des salariés par exemple, le gestionnaire peut retenir le taux d'accidents du travail ou bien encore sa progression. Il peut enfin choisir de définir des seuils différents selon la nature de l'activité de l'émetteur ou bien encore sa géolocalisation. Le taux d'accident du travail « toléré » pour une société de services située en Europe sera ainsi inférieur à celui observé dans une société de travaux publics basée dans un pays en développement.

1.2.4. Des approches variées selon les pays

Le rapport 2014 publié par la *Global Sustainable Investment Alliance* sur l'investissement responsable dans le monde permet d'appréhender la diversité des méthodes de gestion ISR à l'échelle internationale. Les régions du monde ayant connu la plus grande progression de leurs encours ISR sont les Etats-Unis, le Canada et l'Europe. Ces régions représentent 99% des encours gérés de manière responsable. L'étude s'intéresse aux stratégies ISR au sens large[35].

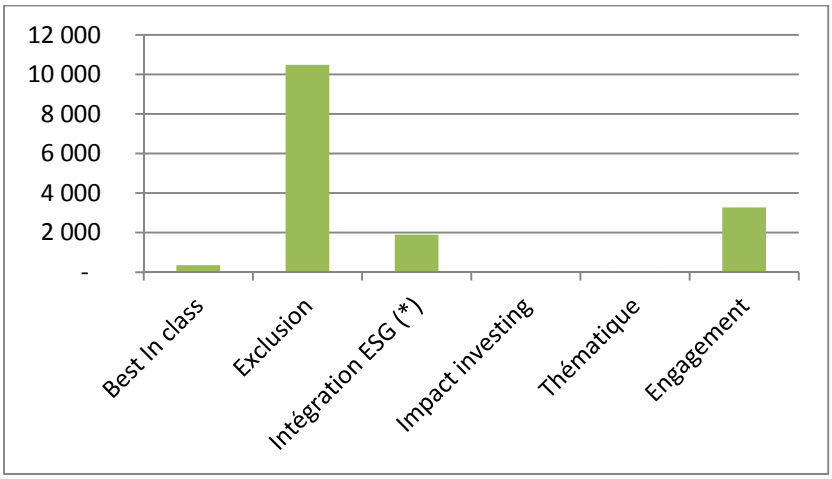
[35] Filtre négatif /exclusion, approche positive (*Best-in-Class,* …), intégration ESG, investissement thématique, *impact-investing* et engagement actionnarial.

Au niveau international, la pratique la plus courante est celle du filtrage négatif ou de l'exclusion. On la retrouve en particulier en Europe du nord. Elle est suivie de l'intégration ESG qui domine aux Etats-Unis, en Australie/Nouvelle Zélande et en Asie. Vient ensuite l'engagement, particulièrement implanté au Canada.

Le marché nord-américain
Le marché américain est pionnier en matière d'ISR. La définition de l'ISR y demeure très large et les pratiques d'investissement responsable y sont très diverses (intégration ESG, approche positive, exclusion, engagement actionnarial). Le marché nord-américain de l'ISR (Etats-Unis et Canada) a connu une croissance de +74% entre 2012 et 2014, passant de 4 329 à 7 517 milliards de dollars américains. Le marché reste largement dominé par les investisseurs institutionnels. Cet aspect vaut autant pour le marché nord-américain que pour le marché canadien où la demande de stratégie ISR est entraînée par d'importantes caisses de retraite, très actives en la matière.

Le marché asiatique
Malgré le déficit de données ESG qui freine le développement du marché ISR en Asie, celui-ci se développe notamment en Corée du Sud et à Singapour. Les principales stratégies utilisées sont l'intégration ESG et l'exclusion. L'*impact investing* représente également une stratégie importante en Asie. L'une des particularités du marché asiatique est l'origine de la demande. Les investisseurs particuliers représentent une part significative de la demande de produits financiers ISR.

Le marché européen
Les encours détenus par les investisseurs institutionnels représentent la quasi-totalité du marché européen de l'ISR (97%). Selon les résultats d'une enquête de la Commission Finance Durable de Paris EUROPLACE publiée le 21 janvier 2015, en France, les investisseurs institutionnels s'intéressent aux produits ISR compte tenu de l'importance de leur responsabilité sociale et afin de limiter leur risque de réputation.



Source : données Eurosif (Mds€), retraitement AMF. (*) Intégration systématique uniquement

Une étude de l'Eurosif publiée le 8 février 2015 dresse un panorama du marché de l'ISR en Europe[36]. Les principales stratégies ISR menées en Europe sont l'exclusion, l'intégration ESG et l'engagement actionnarial. Sur le plan des pratiques, on note une grande diversité parmi les gestionnaires d'actifs.

Les exclusions normatives restent largement implantées en Europe du nord. Ces exclusions sont en partie liées aux mesures prises au niveau national en matière de bombes à sous-munitions et de mines antipersonnel (BASM et MAP)[37] mais ont également une portée plus large.

[36] European SRI Study 2014. (February 8, 2015) - www.eurosif.org
[37] Les Conventions d'Ottawa (1999) et d'Oslo (2010) interdisent la production, l'emploi, le stockage, la commercialisation et le transfert des mines anti-personnel (MAP) et des bombes à sous-munitions (BASM). En France, par exemple, « toute aide financière directe ou indirecte, en connaissance de cause, d'une activité de fabrication ou de commerce de BASM constituerait une assistance, un encouragement ou une incitation tombant sous le coup de la loi pénale ».

L'intégration ESG est très répandue au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en France et cela que ce soit sous sa forme la plus large (mise à disposition de la recherche ESG auprès des analystes/gérants généralistes) ou sous ses formes les plus strictes (intégration ESG systématique et/ou intégration ESG sous forme de contraintes). Si l'on ne considère que l'intégration ESG systématique et l'intégration ESG contraignante, les pays *leaders* en Europe sont le Royaume-Uni, la France et les Pays-Bas.

Avec des textes européens comme la directive « Droits des actionnaires »[38], l'engagement et l'exercice des droits de votes gagnent du terrain. La progression de ces stratégies témoignent de l'évolution des comportements en matière de gestion, notamment sur des marchés comme l'Italie (+ 193% de croissance entre 2011 et 2013), l'Allemagne (+ 48%) ou bien encore la Belgique (+ 94%) où la pratique de l'engagement n'était pas la plus développée par le passé. Les *leaders* de l'engagement sont le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Norvège.

En ce qui concerne les autres formes de stratégies ISR, le rapport Eurosif souligne la forte implantation de l'approche *best-in-class* en France et sa forte progression en Norvège et aux Pays-Bas. Les investissements thématiques connaissent également un essor considérable en France avec un taux de croissance annuel composé de +166% entre 2011 et 2013.

Enfin, Eurosif évalue la taille du marché de l'*impact investing* à environ 20 Mds€ en Europe à fin 2013.

*

* *

Afin de mieux appréhender la réalité et les enjeux du marché de l'ISR français, dans le cadre de l'élaboration du présent rapport, l'AMF a d'une part, conduit des entretiens avec les principales parties prenantes (Annexe 2) et d'autre part, réalisé un travail d'analyse à partir d'un échantillon de fonds.

La présente étude a dénombré 409 fonds commercialisés en France mettant en avant un caractère ISR à fin 2013, pour un encours d'environ 81 Mds€. Le caractère ISR de leur gestion se trouve affirmé généralement dans la dénomination et/ou le discours commercial. L'analyse a été réalisée à partir d'un ensemble de documents publics (document d'information clés pour l'investisseur (DICI), prospectus, règlement, *reportings*, rapports annuels, Code de Transparence) sur un échantillon de 100 fonds ouverts représentant 44 Mds€, soit plus de la moitié de l'univers de départ en termes d'encours.

La méthode d'analyse a consisté à renseigner une grille constituée d'environ 180 questions. Les questions, tant quantitatives que qualitatives, appelaient soit une réponse « ouverte », soit une réponse « fermée ». Si l'échantillon a été choisi afin d'être le plus représentatif possible de l'univers de départ, les travaux réalisés par l'AMF ne sont pas de nature statistique mais visent plutôt à recenser les bonnes et les moins bonnes pratiques en matière d'ISR. Aussi, lorsqu'un chiffre issu de cette étude est cité dans la suite de ce rapport, il convient de s'intéresser à son importance relative plutôt qu'à sa précision en tant que telle, celle-ci étant par construction soumise à des limites.

L'AMF a parfois cité, à titre d'exemple, des passages extraits de documents publiés par des sociétés gérant les fonds faisant partie du présent échantillon sans pour autant les désigner nominativement.

[38] La Commission européenne a adopté une proposition de révision de la Directive sur les droits des actionnaires le 9 avril 2014. Cette révision vise à « renforcer l'engagement des actionnaires et à leur donner un droit de regard sur la rémunération dans les grandes sociétés ».

II. Malgré des efforts importants, le cadre français ne permet pas toujours à l'investisseur d'identifier pleinement les produits en adéquation avec ses besoins

1.3. L'enjeu de la clarté de l'information et le risque de *greenwashing*[39] en l'absence de cadre réglementaire

Les difficultés à cerner la notion d'ISR s'expliquent en grande partie par l'intégration d'une part substantielle de subjectivité dans la gestion financière. C'est notamment pour cette raison qu'une définition commune a du mal à émerger au niveau européen. La définition AFG-FIR opère un premier pas dans la clarification de cette notion même si elle reste encore relativement large. Les différentes stratégies ISR – dont les plus courantes ont été détaillées *supra* – peuvent s'avérer complexes et combiner plusieurs approches. De même, une même approche peut donner lieu à des pratiques différentes selon les acteurs. A titre d'exemple, au sein d'une approche du type *Best-in-class*, il est possible de voir des fonds plaçant un filtre ESG après le filtre financier ou inversement. Dans le premier cas, la sélection financière domine alors que dans l'autre cas, la sélection ESG prime.

Du point de vue des méthodes de sélection, il ressort de cette analyse qu'une même approche ISR peut mener à la construction de portefeuilles peu comparables. A l'inverse, il est parfois possible de constater de grandes similitudes entre un portefeuille géré selon une démarche ISR et un portefeuille classique non ISR de même classification, et l'on pourra s'interroger sur la portée différenciante de certaines gestions ISR.

Il n'appartient pas à l'AMF de dire si une méthode est meilleure qu'une autre, l'essentiel étant que l'investisseur dispose de l'information nécessaire et suffisante pour juger de la compatibilité de la stratégie ISR proposée avec l'idée qu'il s'en fait ou du moins de son adéquation avec les actifs qu'il souhaite financer.

Il convient par ailleurs de remarquer que si toutes ces approches s'intéressent à la définition des critères qui conduiront à la sélection d'un investissement au sein d'un portefeuille ISR, ces dernières ne disent que peu de choses, voire parfois rien, en matière de techniques de gestion. Pourtant, la prise en compte de ces deux aspects est fondamentale. C'est pourquoi, aux fins du présent rapport, l'AMF s'est intéressée aux techniques de gestions mises en œuvre par les fonds mettant en avant un caractère ISR autant qu'aux méthodes de sélection des titres/instruments en portefeuille et des classes d'actifs correspondantes.

1.3.1. Des classes d'actifs particulières qui posent parfois la question de leur compatibilité avec une approche socialement responsable

L'absence de cadre réglementaire *ad hoc* ou de norme définissant l'ISR[40] favorise l'innovation en limitant les rigidités mais participe de la démultiplication des méthodes de sélection et de gestion tout comme des classes d'actifs « investissables » au détriment de la lisibilité pour les investisseurs finaux.

Au-delà des classes d'actifs traditionnelles comme les actions ou les obligations d'entreprise, il est légitime de se demander dans quelle mesure et à quelles conditions certains actifs sont susceptibles

[39] Ou écoblanchiment en français, correspond à l'acte de transmettre au public des informations qui sont une présentation imparfaite dans le but d'apparaître responsable aux yeux d'un public ciblé.

[40] Ce qui ne signifie pas l'absence de toute règle. En effet, les articles L. 533-22-1 et D. 533-16-1 du code monétaire et financier issus de la loi Grenelle II de 2010 imposent aux sociétés de gestion d'OPCVM et de certains FIA de mentionner dans leur rapport annuel et sur leur site Internet les modalités de prise en compte (ou non) des critères ESG dans la politique d'investissement des fonds qu'elles gèrent et d'expliquer comment elles exercent les droits de vote attachés aux titres correspondants. L'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte du 17 août 2015 modifie l'article L. 533-22-1 et institue pour les investisseurs institutionnels et les SICAV l'obligation d'une information sur les modalités de prise en compte dans leur politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance et sur les moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique y compris la contribution au respect de l'objectif international de limitation du réchauffement climatique et à l'atteinte des objectifs de la transition énergétique et écologique.

de s'inscrire dans le champ de l'ISR. Cette question se pose notamment pour les actifs monétaires, les obligations souveraines, les obligations vertes, la titrisation, ou encore les matières premières et les métaux précieux.

Les actifs monétaires

Ces actifs qui représentent une part importante des encours ISR (14% selon Novethic) font l'objet de nombreuses critiques par ses détracteurs:

- Il s'agit d'actifs à court terme : les actifs monétaires ont une durée de vie courte par définition. Par conséquent, certains acteurs questionnent la pertinence d'inclure de tels actifs dans le paysage de l'ISR qui repose sur trois piliers ESG caractérisés par des perspectives orientées vers le long terme.
- Ils ne permettent pas une politique d'engagement forte : les actifs monétaires offrent des marges de manœuvre limitées en matière d'engagement. Elles ne permettent pas toujours d'influencer le comportement des émetteurs, contrairement aux actions qui donnent l'opportunité de dialoguer avec l'émetteur tout au long de la relation (de long terme) entretenue entre la société de gestion et l'émetteur.

Sur la base de ces arguments, certaines sociétés de gestion rejettent l'idée du monétaire ISR[41].

A l'opposé, les défenseurs d'un ISR monétaire considèrent notamment que le caractère court-termiste de cette classe d'actifs peut être dépassé si l'on considère que les émissions monétaires sont récurrentes et font souvent l'objet de « rolls » à l'échéance, permettant ainsi une stabilité dans le temps de l'investisseur quand bien même la maturité des émissions est particulièrement courte. Cette stabilité permettrait ainsi d'avoir un impact dans le temps. Par ailleurs, les défenseurs d'un ISR monétaire considèrent qu'il est possible de consolider les positions au niveau de la société de gestion et de dialoguer avec les émetteurs même si le poids des actions est faible.

Les obligations souveraines

Comparativement aux titres émis par des entreprises, les titres émis par des Etats présentent notamment les spécificités suivantes qui pourraient susciter des questions de la part d'un investisseur socialement responsable :

- l'analyse extra-financière des Etats n'est pas aussi aboutie que celle des entreprises : Plusieurs questions restent posées parmi lesquelles : qu'est-ce qu'un Etat socialement responsable ? Convient-il de noter un Etat ou un gouvernement ou encore ses collectivités et établissements publics ? Selon quels référentiels ?
- un impact très réduit de la politique d'engagement : l'investissement dans des titres souverains qui ne permettrait pas d'influencer le comportement des Etats en raison notamment de l'atomicité des marchés obligataires souverains et de l'indépendance des politiques publiques.

Il convient par ailleurs de souligner que la notation extra-financière des titres souverains se développe de plus en plus.

Les obligations vertes

Les obligations vertes présentent des spécificités. Contrairement aux obligations souveraines ou aux obligations d'entreprise, ce n'est pas l'émetteur qui est évalué mais le projet sous-jacent qui est financé par ce moyen, et donc les impacts environnementaux et sociaux[42] associés au projet.

Ces instruments innovants restent encore peu encadrés malgré la formalisation des *Green Bond Principles, lancés en janvier 2014* à New York[43] qui promeuvent « leur transparence et leur intégrité » avec un objectif de standardisation du marché des obligations vertes. Par ailleurs, l'enjeu de la

[41] Un acteur important de la gestion note d'ailleurs ouvertement dans le DICI de l'un de ses fonds « *Sans prise en compte des investissements en produits monétaires pour lesquels l'approche « socialement responsable » n'est pas pertinente.* »

[42] Les *Social Impact Bonds* sont assez similaires aux *Green Bonds*, mais ceux-ci se focalisent sur des aspects sociaux et non plus environnementaux comme avec les *Green Bonds*. Il s'agit donc d'un contrat passé avec le secteur public qui « rétribue l'engagement des investisseurs dans une structure d'intérêt général en fonction des coûts évités à la collectivité grâce à son activité » (mouves.org)

[43] Novethic.

mesure d'impact est réel dans la mesure où il est difficile d'obtenir des indicateurs chiffrés pertinents comparables et vérifiables des projets ciblés. Chaque société de gestion a ainsi développé sa propre méthodologie d'évaluation d'un projet vert ou social, comme ses propres seuils d'exigences et détermine les liens que cette évaluation peut avoir avec l'évaluation ESG globale de l'émetteur.

Il convient de souligner par ailleurs le développement d'initiatives en la matière comme celle d'Europlace qui a publié un guide le 22 mai 2015 (*Green Bonds*, L'engagement et l'expertise des acteurs français) à destination des émetteurs et investisseurs.

Les produits titrisés

La titrisation participe au financement de l'économie en permettant de refinancer certains actifs intrinsèquement peu liquides, généralement des créances (créances commerciales, crédits bancaires aux entreprises, créances hypothécaires sur les particuliers, prêts automobiles) qui sont regroupés et transformés en titres financiers puis émis sur les marchés des capitaux. Au-delà de cette vision purement financière, la question est de savoir en quoi les produits issus de la titrisation peuvent être considérés comme socialement responsables. En quoi un prêt automobile ou un crédit à la consommation serait-il plus socialement responsable qu'un autre et sur quels fondements ?

Il est tout d'abord intéressant de souligner que l'évaluation du caractère responsable de certaines offres de crédit intéresse de plus en plus. Une agence de notation a-t-elle ainsi été récemment sollicitée par un acteur du crédit à la consommation afin d'analyser sa nouvelle offre de crédit et sa commercialisation. Après un audit sur la structure de l'offre auprès des équipes *marketing* et sa commercialisation par les conseillers de vente en direct, l'agence a attesté le caractère responsable de l'offre de crédit.

Alors que certains acteurs ne prévoient pas la possibilité d'intervenir sur ce type de produits dans la documentation légale de leurs fonds ISR (prospectus), d'autres sociétés de gestion se laissent la possibilité d'y placer leurs investissements (sans toujours préciser de critères d'évaluation extra-financière préalables). Des sociétés travaillent à l'élaboration de procédures afin d'évaluer le caractère socialement responsable de ces produits. Cette analyse pourrait s'appuyer notamment sur une appréciation du profil de l'emprunteur (catégorie socio-professionnelle, revenus..) ou sur le type de crédit alloué (revolving, autres crédits à la consommation, investissements immobiliers ou encore la forme du prêt (in fine ou amortissable)) avec comme objectif « la maximisation de l'impact social ».

Les matières premières et métaux précieux

L'intervention d'un fonds ISR sur les matières premières et les métaux précieux est un sujet sensible.

Il est important de clarifier les prises de position et les approches suivies par la société de gestion dans la mesure où actuellement plusieurs fonds mettant en avant un caractère socialement responsable interviennent sur le marché des matières premières via notamment des dérivés sur indices de matières premières.

Les sociétés de gestion étendent leur démarche ISR à des actifs qui font parfois débat. De même, l'ISR se fondant principalement sur la démarche des sociétés cotées en matière de RSE, les méthodes de sélection ISR « classiques » ne sont pas applicables directement aux classes d'actifs spécifiques telles que l'immobilier ou le capital investissement, et doivent être adaptées.. Plusieurs sociétés de gestion cherchent à définir une méthodologie responsable dans le cadre de fonds aux stratégies de gestion en lien avec le capital-investissement, l'immobilier ou les infrastructures.

Le capital-investissement

L'ISR se fonde sur l'analyse de l'information extra-financière diffusée par les émetteurs. Or, en matière de diffusion d'informations extra-financières, les sociétés non-cotées ne répondent pas aux mêmes standards que les entreprises cotées. Toutefois, comme le souligne Eurosif[44], l'investissement dans les entreprises non cotées permet d'influencer directement la gouvernance de ces entreprises et peut les encourager à prendre en compte des éléments sociaux et environnements dans la conduite de leur activité.

[44] *Corporate Pension Funds and sustainable investment study*, 2011.

Il convient à ce titre de souligner les démarches entreprises dans ce secteur notamment depuis 2008 par l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC) :

- publication de la Charte d'engagement des investisseurs pour la croissance adopté en 2008 et mise à jour en 2014 ;
- publication du Guide du développement durable (2010) ;
- création d'un Club de Développement durable (2009) devenu Commission ESG (2013) ;
- diffusion du Guide de communication d'informations ESG pour le capital-investissement (2013) ;
- adhésion aux Principes pour l'Investissement Responsable des Nations Unies (2013).

Dans ces différents documents, la nécessité de communiquer une information suffisante à l'investisseur est mise en avant afin de lui permettre de comprendre la politique d'investissement responsable menée et d'évaluer si celle-ci est en adéquation avec l'approche qu'il souhaite financer.

Dans son « Premier rapport annuel ESG », l'AFIC indiquait que, fin 2013, 62% des sociétés de gestion disposent d'une politique ESG formalisée et 35 % des entreprises accompagnées font l'objet d'un suivi ESG.

L'immobilier

Le secteur immobilier est par nature impliqué dans les enjeux relatifs au développement durable. Selon une étude récente menée par une société de gestion, il « *consomme 36 % de l'énergie produite dans le monde » et « l'industrie du bâtiment rejette près de la moitié des déchets industriels* ». Pour relever ce défi, la loi Grenelle II a mis en place un dispositif contraignant en matière d'utilisation des énergies.

Cependant l'ISR reposant classiquement sur les trois piliers ESG, l'immobilier ISR se différencie de l'ISR classique par la difficulté à traduire dans ce secteur les critères de gouvernance et, dans une moindre mesure, les critères sociaux[45] moins facilement matérialisables.

Les fonds immobiliers français intègrent progressivement des thématiques extra financières, qui vont au-delà de la consommation d'énergie et des émissions de CO_2 des bâtiments. A ce titre, plusieurs initiatives existent illustrant l'émergence d'un immobilier ISR. Certains mandats immobiliers gérés pour le compte d'institutionnels suivent une approche *Best-in-progress* – une logique proche de celle pratiquée dans certains fonds ISR classiques. La notation par Ethifinance d'un fonds immobilier composé d'actifs résidentiels acquis auprès de retraités propriétaires souhaitant vendre leur bien pour s'assurer un complément de retraite tout en en gardant l'usage[46] constitue un autre indicateur du développement de ce marché.

Fin 2014, selon une étude conjointe de Novethic et de l'ASPIM, des approches multicritères s'organisent et plus de la moitié des sociétés de gestion interrogées ont formalisé des politiques ESG. Cependant, les processus d'intégration des critères et le traitement des thématiques sociales et de gouvernance sont très « disparates ». Fin 2014, 2,88 mds€ d'encours sont gérés en prenant systématiquement en compte des critères ESG.

[45] Les critères Sociaux suivants peuvent par exemple être utilisés : « l'accès pour les Personnes à Mobilité Réduite (PMR) ; le confort et le bien-être des occupants de l'immeuble avec la prise en compte de dispositifs garantissant un bon niveau de confort (visuel, acoustique, olfactif, hygrothermique) »

[46] Article publié par Option Finance, en 2010.

1.3.2. Des techniques de gestion parfois controversées dans un environnement responsable

Au-delà de la question des classes d'actifs « investissables » par les fonds socialement responsables, il est nécessaire de rentrer plus en profondeur dans la mécanique de l'ISR et de s'intéresser également aux techniques de gestion utilisées par les sociétés de gestion. **Comme pour les classes d'actifs et les méthodes de sélection, il n'appartient pas à l'AMF de dire si une technique de gestion est compatible avec une dimension ISR ou non, l'essentiel étant que l'investisseur dispose de l'information nécessaire et suffisante pour juger de la compatibilité de la stratégie ISR proposée avec l'investissement qu'il souhaite réaliser.**

Les dérivés

La question de l'utilisation des dérivés est sensible dans la mesure où elle pose la question de l'impact concret du fonds sur l'économie réelle.

Dans la pratique, les sociétés de gestion ont des points de vue différents vis-à-vis de ces instruments. Certaines affirment qu'ils ne présentent pas d'impact significatif sur la qualité ISR du fonds. D'autres intègrent des critères ESG dans le choix des sous-jacents et/ou de la contrepartie. Enfin, plusieurs refusent tout usage de dérivés dans leur fonds ISR.

Au sein de l'échantillon analysé, tous les fonds ISR se laissent la possibilité d'y recourir dans leurs documents légaux. Ces instruments peuvent être utilisés à titre de couverture, d'exposition, de surexposition, d'arbitrage ou encore de *trading*.

Extrait d'un prospectus

☒ les contrats à terme sont utilisés (i) en achat et en vente comme substituts, peu onéreux et liquides, aux titres vifs pour ajuster d'une part l'exposition globale du portefeuille aux marchés obligataires ou actions et d'autre part l'allocation géographique entre les différents pays, (ii) pour mettre en place des stratégies d'arbitrage lorsqu'une situation d'inefficience se présente, (iii) en achat et en vente sur les indices de volatilité des marchés d'actions soit dans le but de protéger le portefeuille à une hausse de la volatilité des marchés, soit pour l'exposer à la baisse de la volatilité.

☒ les dérivés de crédit (Credit Default Swaps, Itraxx et CDX) sont utilisés soit pour se protéger contre le risque de crédit ou la défaillance d'un émetteur, soit dans le cadre de stratégies d'arbitrage : pour anticiper les variations à la hausse ou à la baisse de ces instruments ou pour exploiter des disparités pour un même émetteur entre le marché du risque de crédit et celui du titre ou entre deux émetteurs. L'achat de protection réduit le risque du portefeuille tandis que la vente de protection, qui conduit à répliquer synthétiquement la détention d'un titre physique, génère un risque équivalent à celui existant en cas de détention directe du titre. Ainsi, à l'instar de la défaillance d'un émetteur du portefeuille, celle d'un émetteur sous-jacent à un dérivé de crédit aura un impact négatif sur la valeur liquidative. Les CDS pourront avoir une qualité de signatures allant de AAA à BBB- dans l'échelle de notation de S&P ou allant de Aaa à Baa3 dans celle de Moody's.

L'engagement du fonds issu des dérivés est limité à 100% de l'actif net.

Le prêt/emprunt

Le prêt/emprunt de titres constitue une autre technique de gestion faisant débat. Tout comme l'utilisation de dérivés, le prêt/emprunt de titres fait l'objet de rubriques spécifiques dans le cadre du Code de Transparence AFG-FIR[47]. Trois points principaux y sont abordés :

- la pratique ou non du prêt/emprunt de titres ;
- l'effectivité d'une politique de rapatriement de titres de manière à exercer les droits de vote (essentiel afin que le gérant puisse mener une politique d'engagement) ;
- l'intégration de critères ESG à la sélection des contreparties.

[47] Question 3.e).

Là-encore, les pratiques divergent entre les gérants de fonds ISR. Certains s'interdisent de recourir au prêt/emprunt de titres. D'autres se l'autorisent sous condition d'un rapatriement des titres pour l'exercice des droits de vote (ex : mise en place d'une contrainte d'utilisation minimum de 70% des droits de vote).

Extrait d'un prospectus

- Nature des opérations utilisées :

  ☒ prises et mises en pension par référence au code monétaire et financier ;
  ☒ prêts et emprunts de titres par référence au code monétaire et financier ;

- Nature des interventions, l'ensemble des opérations devant être limitées à la réalisation de l'objectif de gestion :

  ☒ gestion de la trésorerie : au travers de prises et mises en pensions de titres ;
  ☒ optimisation des revenus de l' OPC ;
  ☒ contribution éventuelle à la sur exposition de l'OPC.

Les prises et mises en pension permettent de gérer la trésorerie et d'optimiser les revenus de l'OPC (prises en pension en cas d'excédents de liquidités, mises en pensions en cas de besoin de liquidités).
Les prêts de titres permettent d'optimiser la performance de l'OPC par le rendement qu'ils génèrent.

L'engagement du fonds issu des opérations d'acquisitions et de cessions temporaires de titres est limité à 100% de l'actif net.

L'engagement du fonds issu des dérivés et des opérations d'acquisitions et de cessions temporaires de titres est limité à 100% de l'actif net.

La multi-gestion et les fonds nourriciers

Si la multi-gestion ISR peut s'entendre comme un vecteur de diversification, ce mode de gestion peut poser plusieurs questions :

- l'absence de lien direct entre le fonds et les entreprises financées ;
- l'absence de cohérence des fonds sous-jacents entre eux (en termes d'approches, de critères, ou bien de techniques de gestion) ;
- la complexité de l'évaluation de l'impact de l'investissement ;
- la dilution de la proportion d'actifs ISR représentée au niveau du fonds principal.

Dans le paysage de la gestion ISR, on note la présence de fonds de fonds ISR. Ces derniers permettent de s'exposer à plusieurs véhicules sous-jacents ayant une approche ISR.

La gestion indicielle

Dans le cadre d'une gestion indicielle *stricto sensu*, le gestionnaire ne suit plus une stratégie active mais une stratégie de gestion passive consistant à répliquer parfaitement un indice de référence. La réplication indicielle peut être réalisée par le gestionnaire soit en achetant dans les bonnes proportions l'intégralité des titres composant l'indice répliqué soit en acquérant des produits dérivés cotés (*futures*) soit en concluant des contrats dérivés de gré à gré (typiquement des contrats d'échange de performance) avec des intermédiaires (réplication synthétique). Les détracteurs de la réplication synthétique mettent en avant qu'elle conduit à ne pas être investi et donc à ne pas financer les entreprises sous-jacentes. Au contraire, ses défenseurs mettent en avant le fait qu'un tel fonds participe indirectement au financement des entreprises puisqu'il conclut un contrat avec une contrepartie qui *in fine* doit répliquer l'exposition donnée.

Il existe par ailleurs des modes de gestion dits « *benchmarkés* » qui, pour ne pas répliquer parfaitement un indice donné, se donnent comme contrainte de limiter fortement l'écart de suivi (ou « *tracking error* ») par rapport à leur indice de référence. Une telle approche limite considérablement les arbitrages réalisés sur le plan extra-financier ainsi que l'engagement du gestionnaire.

L'indice répliqué dans le cas d'une gestion passive ou servant de référence dans le cas d'une gestion active *benchmarkée* peut être un indice ISR ou un indice classique. La pertinence de la dimension

responsable de l'indice est alors importante. La robustesse de la méthodologie ISR de l'indice contribue à la robustesse de la stratégie ISR du fonds qui cherche à répliquer sa performance. Toutefois, à l'heure où l'essentiel des indices utilisés sont des indices traditionnels et non des indices ISR, il est important que l'information donnée à l'investisseur reflète clairement cette dimension.

Les fonds à formule

Ces fonds ne sont pas particulièrement répandus dans l'univers de l'ISR français avec seulement 8 fonds sur les 409 de l'univers recensé. Dans le cadre de ces fonds, le gain financier dépend principalement d'une formule fondée sur l'évolution d'un indice ISR ou d'un panier de titres sélectionné selon des critères financiers et extra-financiers. Ce panier est le plus souvent figé, quelle que soit sa qualité ESG. Par ailleurs, la déconnection et la distance dans la relation entre le fonds et les émetteurs sélectionnés selon des critères ESG sont donc importantes.

Extrait du prospectus d'un fonds à formule dont la dénomination contient le terme « ISR »

Objectif de gestion :
[…] L'objectif de gestion du FCP [nom de la SGP] ISR est de les faire bénéficier :
- d'une garantie de 100% du capital investi hors éventuelles commissions de souscription.
- d'une performance liée à l'évolution d'un panier de 25 actions de la zone euro […]

Economie :
Le pari économique sous-jacent à ce FCP est une croissance modérée du marché actions des pays de la zone euro pendant la durée de sa Formule. Dans cette configuration, et en contrepartie de la garantie du capital (hors éventuelle commission de souscription) à la Date d'Echéance de la Garantie, le porteur
- renonce aux dividendes liés aux actions composant le panier ;
- bénéficie d'une performance liée à l'évolution d'un panier de 25 actions de la zone euro étant précisé que les performances négatives sont prises en compte telles quelles et que les performances positives sont remplacées par 55% […]

Ce panier de 25 actions a été sélectionné au sein de l'univers des grandes capitalisations de la zone euro en sélectionnant des entreprises selon un double critère financier et extra-financier liés au pratiques des entreprises en matière de développement durable. Les critères financiers de sélection de titres reposent principalement sur la qualité d'un titre en termes de visibilité financière, de capacité financière et de transparence opérationnelle et comptable, … Les critères non financiers reposent sur le respect des droits de l'homme, les politiques sociale et environnementale, le gouvernement d'entreprise et le comportement sociétal des entreprises sélectionnées. La prise en compte de ces critères viendra donc s'ajouter à celle de critères financiers classiques, tels que la croissance des résultats ou la valorisation des entreprises, dans le but de construire un panier d'actions offrant un meilleur couple qualités sociétale / qualités financières possible.

Actifs utilisés :
[…]
Pendant la durée de la formule :
Le portefeuille de l'OPCVM est investi :
- principalement dans un panier d'obligations d'Etats européens émises en euro et d'échéances proches de la maturité de l'OPCVM. Ces obligations offrent des coupons à taux fixe annuel ou semestriel. Le panier d'obligations permet d'obtenir par construction le capital garanti à la Date d'Echéance de la Garantie.
- accessoirement (moins de 10% de son actif) en actions ou parts d'autres OPCVM conformes à la Directive européenne, de droit français ou étranger. Afin de prévenir d'éventuels conflits d'intérêts,[nom SGP] a mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts disponible sur le site internet XXX
Par ailleurs, le FCP contractera plusieurs contrats d'échanges « swaps » qui lui permettront d'obtenir à la Date d'Echéance de la Garantie un montant qui, compte tenu des titres en portefeuille, permettra de réaliser l'objectif de gestion. Le gérant du FCP pourra également recourir aux opérations de cessions acquisitions temporaires de titres et il pourra également recourir aux emprunts d'espèces dans la limite de 10% de son actif net.

Ainsi, retrouve-t-on la même question qu'avec la gestion indicielle à réplication synthétique : le fonds est exposé à la performance d'entreprises responsables (dont le mode de sélection est parfois à peine développé) mais n'investit pas directement dans les entreprises concernées, l'engagement est limité voire nul. Par ailleurs, dans le cadre d'une formule du type de celle présentée dans l'encadré, on peut noter que l'exposition aux actifs ESG reste particulièrement limitée compte tenu de la formule. Même si cette dernière évolue en fonction des conditions de marchés, l'ordre de grandeur de l'exposition lors du lancement d'un tel produit est de 20 à 30% du montant investi.

Parmi les fonds à formule passés en revue, certains démontrent un niveau de transparence élevé comme en témoigne l'exemple suivant.

Extrait du prospectus d'un fonds à formule

Objectif de gestion :
L'objectif de gestion est de garantir aux porteurs […] une valeur liquidative égale à la Valeur Liquidative de Référence majorée de 120% de la Performance Moyenne de l'Indice [nom Indice] hors dividendes (l'"Indice"), si elle est positive, ou minorée dans la limite de 10% si la Performance Moyenne de l'Indice est négative. Le porteur pourra ainsi subir une perte de 10% de son capital investi (hors commission de souscription ou frais sur versement).

La composition de l'Indice est déterminée sur la base d'une combinaison de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ainsi qu'éthiques d'une part, et de critères financiers, d'autre part. La composition de l'Indice est revue tous les 3 mois selon la méthodologie de sélection décrite ci-après.

Méthodologie de sélection des actions composant l'Indice [nom Indice]:
L'Indice [nom Indice] est composé de 30 actions européennes, sélectionnées selon une méthodologie rigoureuse parmi l'ensemble des sociétés notées par l'agence de notation XXX.
Sa composition est déterminée sur base d'une combinaison de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ainsi qu'éthiques, d'une part, et de critères financiers, d'autre part.
Pour coller à la réalité du marché, la composition de l'indice est revue tous les 3 mois et déterminée selon le processus de sélection suivant.
Les 30 actions composant l'indice sont sélectionnées au sein d'un univers de plus de XXX titres sur lesquels XXX émet des analyses et opinions. Cette sélection s'effectue en trois étapes :
1- Filtre ESG
Un premier filtre de la sélection consiste à ne retenir que les entreprises européennes affichant un score supérieur
(i) à la moyenne de leur secteur d'activité, ET
(ii) à la moyenne globale de l'univers d'investissement Européen.

2- Filtre éthique
Un second filtre éthique vise à exclure les entreprises :
(i) réalisant plus de 50% de leur chiffre d'affaire dans le nucléaire,
(ii) impliquées de façon majeure dans la production ou la distribution de produits et services liés aux jeux de hasard, au tabac et à l'armement,
(iii) faisant l'objet de controverses majeures en matière de Droits de l'Homme ou du droit du travail au sens de l'Organisation Internationale du Travail
(iv) faisant l'objet de controverses environnementales majeures.

3- Sélection sur la base de critères financiers […]

La gestion alternative
Comme pour les stratégies ci-dessus, certains s'interrogent sur la cohérence de certains modes de gestion et sur l'impact concret de ces stratégies sur les cibles sélectionnées selon des critères ESG.

Parmi les fonds analysés certains mettent en œuvre des stratégies alternatives relevant de l'arbitrage. Cette technique de gestion qui cherche à obtenir une performance absolue, décorrélée des marchés

financiers notamment par l'intermédiaire de l'arbitrage de la courbe des taux, des obligations convertibles ou encore de la volatilité.

De façon générale se pose la question de savoir s'il est possible de qualifier comme Investissement socialement responsable des techniques de gestion à performance absolue qui peuvent consister à jouer la baisse du marché et donc pour les fonds en question à ne pas être investis. Les détracteurs de la gestion à performance absolue ISR mettent ainsi généralement en avant le fait qu'avant même d'être socialement responsable, l'ISR doit commencer par être un acte d'investissement et non un pari, le cas échéant à la baisse, sur l'évolution des marchés financiers.

Extrait d'un prospectus

- Risques sur lesquels le gérant désire intervenir :

  - ☒ action
  - ☒ taux
  - ☒ change
  - ☒ crédit : Credit Default Swaps, indices de CDS (Itraxx, CDX)
  - ☒ autres risques : volatilité, matières premières via indices boursiers

- Nature des interventions, l'ensemble des opérations devant être limitées à la réalisation de l'objectif de gestion :

  - ☒ couverture
  - ☒ exposition
  - ☒ arbitrage
  - ☒ opération d'achat/vente tactique (trading)

- Nature des instruments utilisés :

  - ☒ futures : sur actions/indices boursiers, sur devises, sur taux, sur indices de volatilité
  - ☒ options : sur actions/indices boursiers, de change, de taux
  - ☒ swaps : de devises, sur actions/sur indices boursiers, de taux
  - ☒ change à terme : achat de devises à terme, vente de devises à terme
  - ☒ Credit Default Swaps, indices de CDS (Itraxx, CDX)

Il est intéressant de noter qu'un fonds de l'échantillon met en œuvre une stratégie du type CPPI (*Constant Proportion Portfolio Insurance* ou assurance de portefeuille à proportion constante).
Un CPPI met en œuvre une technique de gestion dynamique[48] qui permet à un investisseur de maintenir une exposition à des actifs risqués tout en garantissant une partie du capital investi dans des actifs peu risqués.

Si l'investissement dans des actifs dits « ISR » est tout à fait envisageable pour ces fonds, la controverse réside dans le processus de gestion du CPPI. La réallocation des actifs s'appuie avant tout sur la mécanique propre au CPPI, avec un objectif de protection d'une partie du capital investi, puis si possible, sur la conviction extra-financière du gérant. Par conséquent, une politique d'engagement ne sera que difficilement applicable en raison de la faible marge de manœuvre laissée par le processus de gestion financière.

[48] Pour cela, le gérant détermine le « coussin » ou la partie des actifs du fonds pouvant être mis en risque sans que soit remis en cause le niveau de la protection. Le « coussin » est évalué par la différence entre la valeur initiale du produit et la valeur actuelle minimum nécessaire pour offrir la garantie en capital à échéance. Grâce à des modèles quantitatifs, le gérant va alors déterminer une indexation (ou coefficient) à appliquer au « coussin » afin de déterminer l'exposition du portefeuille au sous-jacent risqué. L'ajustement de l'indexation sera dynamique et dépendra des variations du sous-jacent risqué. Plus le sous-jacent risqué performe, plus l'indexation sera forte et plus le gérant augmentera la part d'actifs risqués. Et inversement, plus le rendement du sous-jacent risqué baissera, plus l'indexation sera faible et plus le gérant diminuera la part d'actifs risqués.

Extrait d'un prospectus

Stratégies utilisées

La gestion du Fonds se fera selon le mécanisme d'assurance de portefeuille qui repose sur la distinction entre deux types d'actifs au sein d'un même portefeuille :

- un actif à profil de risque monétaire et/ou obligataire permettant d'assurer la protection partielle. Cet actif pourra être constitué d'une combinaison d'actifs monétaires, d'obligations libellées en Euro, d'OPC ayant notamment pour thème le « développement durable » (« ISR ») et de swaps de taux.
- un actif risqué, destiné à produire la performance recherchée. Pour cela, le gérant aura recours :
- à des obligations d'Etats de la zone euro et internationales, en obligations crédit et en obligations des pays émergents à travers des titres en direct, des supports OPC et des futures obligataires.
- à des actions de la zone euro, internationales dont des pays émergents, à travers des supports OPC ayant notamment pour thème le « développement durable », des futures, des titres en direct.
- à d'autres sources de valeur ajoutée (change, volatilité, fonds diversifiés).

Le process de sélection des OPC « ISR » conduits à retenir des fonds construits sur la base de titres ayant de bonnes pratiques d'un point de vue ESG (notations sociale, environnementale et de gouvernance d'entreprise correspondant à l'évaluation de la responsabilité sociale des entreprises par des agences de notations et la présence d'analystes spécialisés dans ce domaine). […]

Actions :

L'exposition à la classe d'actif actions est limitée à 50% de l'actif et se fait au travers d'OPC ayant notamment pour thème le « développement durable » (« ISR »), des titres vifs et produits dérivés :

-Actions européennes et internationales.
-Tous secteurs
-Tous styles de gestion.
-Le portefeuille peut être exposé aux petites et moyennes capitalisations. La répartition entre grandes, moyennes et petites capitalisations n'est pas prédéfinie et sera fonction des anticipations du gérant sans limite préétablies.

L'innovation financière est saine tant qu'elle est maîtrisée et que l'investisseur dispose des outils lui permettant de comprendre ce dans quoi il investit. L'Investissement socialement responsable ne déroge pas à la règle. Pour donner du sens à l'ISR, il est important de donner du sens aux mots qui caractérisent cette forme d'investissement, ce qui passe par un cadrage plus rigoureux de ses pratiques, sur la forme comme sur le fond.

Au-delà de cet impératif de clarification de l'information et des marges de manœuvre compatibles avec la notion d'Investissement socialement responsable, il est important de se demander si l'investisseur dispose d'une information suffisante, dans la documentation de base – la documentation légale – pour qu'il puisse identifier les approches ISR compatibles avec ses propres principes.

1.4. Une information minimum insuffisante dans la documentation de base (réglementaire et commerciale) qui ne permet pas toujours à l'investisseur d'identifier les philosophies compatibles avec ses principes ni d'apprécier la qualité de la gestion extra-financière

La présente étude a dénombré 409 fonds ouverts commercialisés en France et mettant en avant un caractère ISR à fin 2013, pour un encours d'environ 81 Mds€. Le caractère ISR de leur gestion se trouve affirmé généralement dans la dénomination et/ou le discours commercial.

Il convient de noter que cet ensemble comporte aussi des fonds désignés par des qualificatifs assimilés au sigle ISR, qualificatifs proches ou qui relèvent de concepts voisins : « responsable », « durable », « éthique », etc. Il est néanmoins constaté que les arguments commerciaux employés pour tous ces produits sont similaires.

Au sein de cet univers élargi, la revue conduite sur un échantillon de 100 fonds – représentant 44 Mds€, soit plus de la moitié de l'univers de départ en termes d'encours – comme mentionné *supra*, montre que l'investisseur dispose dans 74% des cas d'une information insuffisante pour lui permettre de comprendre ce que signifie en pratique le qualificatif ISR désignant le produit.

Les fonds présentent ainsi des lacunes d'information plus ou moins étendues quant à leur gestion ISR :

- dans 3% des cas, le fonds est référencé comme appartenant à la gamme responsable ou assimilée du producteur mais sa documentation réglementaire ne comporte aucune mention relative à cette caractéristique. Ce cas de figure extrême, est toutefois très rare ;
- dans 18% des cas, le fonds mentionne l'existence d'une politique d'investissement responsable mais la documentation légale ne donne aucune information sur la nature des critères extra-financiers retenus ;
- dans 40% des cas, le fonds mentionne l'existence d'une politique d'investissement responsable, et la documentation légale délivre bien une information sur la nature des critères extra-financiers retenus, mais cette information est très peu détaillée (par exemple : mention de l'existence de critères environnementaux, sociétaux, gouvernance, sans autre précision) ;
- dans 13% des cas, l'information sur la nature des critères extra-financiers est bien détaillée mais l'approche retenue n'est pas définie (par exemple : exclusion, pondération, restriction de l'univers éligible avant ou après la prise en compte des critères financiers dans le processus d'investissement).

En définitive, si l'appartenance des fonds concernés au champ de l'ISR est en général bien mise en avant, en revanche, il apparait fréquemment un manque d'information sur la nature des critères extra-financiers ou dans l'explication concernant la mise en œuvre du principe ISR. *A contrario* certaines sociétés de gestion font des efforts particuliers en la matière et il convient de souligner les bonnes pratiques.

Extrait d'un document d'Informations clés pour l'investisseur

« **Objectif de gestion**

L'objectif de l'OPC est la recherche de croissance, mesurée en euro, du capital à long terme, en s'exposant essentiellement aux marchés actions de la zone euro, par la mise en œuvre d'une gestion dynamique et discrétionnaire reposant notamment sur la sélection d'instruments financier fondée sur l'analyse financière d'émetteurs socialement responsables. »

« **Politique d'investissement**
La stratégie d'investissement consiste à rechercher les meilleures opportunités sur les marchés actions de la zone Euro et mondiales. La stratégie d'investissement de cet OPC consiste à investir sur des titres répondant à des critères socialement responsables (notamment la politique sociale, l'implication de entreprise sur l'environnement, les relations avec les actionnaires et ses partenaires (clients et fournisseurs), l'implication de l'entreprise face à ses responsabilités civiques).

Conformément au décret n° 2012-132 du 3001/2012, nous vous Informons que l'OPC applique simultanément les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (critères ESG), tels que déterminés par [*nom société de gestion*]. Les informations sur ces critères sont disponibles sur le site Internet de la Société de Gestion [*lien*] et les rapports annuels portant sur les exercices ouverts à compter du [*date*] y feront référence. Les documents suivants sont également disponibles auprès de la Société de gestion et sont remis à jour de façon régulière: le Code de transparence appliqué par l'OPC et le reporting extra-financier comportant des informations sur les qualités ESG des émetteurs investis. »

Même si certaines bonnes pratiques sont à noter, l'insuffisance de l'information disponible sur la politique de gestion ISR dans la documentation réglementaire de certains fonds s'avère préoccupante. Elle concerne les fonds ISR français comme les fonds étrangers commercialisés en France via passeport[49].

Pour s'informer sur la politique ISR d'un fonds, l'investisseur dispose principalement des documents suivants :

- les documents réglementaires : Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI) et prospectus ;
- les autres documents : brochure commerciale, Code de Transparence, *reportings.*

Il importe que l'information essentielle sur la politique ISR figure dans les documents réglementaires qui sont seuls à avoir un caractère contraignant. Ces documents sont en effet centraux dans le dispositif de régulation puisque toute la doctrine AMF relative à l'information renvoie à leur contenu (mise en cohérence obligatoire des autres documents).

Au vu des meilleures pratiques observées dans le cadre de cette étude, les éléments clés qui gagneraient à figurer dans les documents réglementaires pour comprendre la politique ISR sont :

- **Un objectif de gestion intégrant une dimension extra-financière** : il ne s'agit pas de se prononcer sur la généralisation des objectifs extra-financiers du type « impact » (par exemple sur l'environnement : réduction de X% des émissions carbone des émetteurs présents dans le portefeuille), mais plutôt de préciser au niveau de l'objectif de gestion que celui-ci est associé à une démarche de nature extra-financière ou qu'il est poursuivi sous contraintes ISR.

- **Des détails sur la stratégie ISR pratiquée** : il s'agit ici d'indiquer de manière simplifiée quelle est la stratégie ISR principale du fonds. Cette stratégie ISR est

[49] Au nombre de 29 sur 100 dans l'échantillon.

propre à chaque fonds, en ce qu'il représente en général une combinaison d'approches types (voir *infra*).

- **Les méthodes de sélection pratiquées** : La façon dont les critères ESG s'articulent avec les critères financiers au sein du processus de sélection.

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
Pour plus de lisibilité, les documents réglementaires et commerciaux des fonds ISR devraient présenter (i) un objectif de gestion présentant la dimension extra-financière de leur gestion, (ii) le ou les types d'ISR pratiqués, ainsi que (iii) des éléments quant aux méthodes de sélection et de gestion pratiquées.

De plus, dans la mesure où l'investisseur particulier n'a pas connaissance *a priori* de l'étendue de l'offre ISR et ne maîtrise pas techniquement les différentes approches possibles, il est souhaitable que l'information lui permette de situer tout fond ISR au sein d'un univers constitué de quelques grandes approches génériques. Pour cela, il convient d'informer l'investisseur, non seulement des approches ISR constituant la stratégie du fonds, mais aussi des approches écartées par la stratégie du fonds. Ceci permettra à l'investisseur de visualiser instantanément la diversité de l'offre ISR et de mener sa propre réflexion sur les approches possibles.

Le ou les types d'ISR pratiqués pourraient utilement se fonder sur les typologies « classiques » de l'ISR (*best-in-class*, engagement, exclusion, intégration ESG systématique, impact, thématique, etc.). Pour que ces classifications soient intelligibles, il est nécessaire qu'elles soient compréhensibles pour l'investisseur et ainsi qu'elles disposent de définitions harmonisées facilement accessibles sur un support public. Un équilibre en la matière doit être trouvé afin de permettre la bonne information de l'investisseur tout en évitant d'afficher une segmentation trop simplifiée qui gommerait les différences importantes des gestions ISR entre elles.

Il convient de souligner que cette recommandation rejoint la proposition de l'EFAMA suivante :
« In this EFAMA Guidance[50]*, EFAMA suggests that, for funds which are marketed as RI, the KIID could include a very short first guidance in form of a standardized wording. This will allow investors to more easily recognize and compare RI offerings. Investment managers may of course at their own discretion include further and more detailed information into the KIID or any other fund documentation. The KIID should also provide information as to where investors may find further information of the RI features (for example on a website, the long form prospectus, financial reports etc.) ».* L'EFAMA propose de fait que la documentation contienne une phrase générique du type «*This fund takes [environmental and/or social and/or governance factors] into consideration by [selecting/excluding/following or engaging/voting] based on [Best-in-Class approach/Thematic approach/Norms based approach]* ».

Par ailleurs, l'AMF observe chez certains acteurs l'existence de bonnes pratiques consistant à divulguer des indicateurs subsidiaires mais éclairants sur le positionnement de chaque fonds eu égard à ces pratiques qui font débat (taux de rotation, taux de sélectivité, finalité des dérivés utilisés, mesures d'impact).

Si l'ISR est un mouvement en construction dont l'impact effectif est particulièrement délicat à mesurer, il n'en demeure pas moins que cette question est au centre des préoccupations des investisseurs et que leurs attentes sont importantes en la matière.

[50] *EFAMA Guidance on RI information in the KIID & Post Investment Disclosure.*

1.5. Transparence, accessibilité et fiabilité de l'information : trois prérequis au développement du marché de l'ISR

L'ISR se décline de multiples façons. Ainsi, tout un chacun peut-il trouver sur le marché une stratégie en ligne avec ses propres attentes et sa propre philosophie. Un investisseur peut choisir de s'orienter vers le financement d'émetteurs réalisant des efforts importants en matière ESG (*Best-effort*) ou préférer opter pour une stratégie d'investissement favorisant les émetteurs les mieux notés en matière ESG. On voit dès lors la difficulté à englober des stratégies diverses derrière un seul et unique sigle « ISR ».

La diversité des pratiques en matière d'ISR n'est une véritable opportunité que si l'information qui est délivrée aux investisseurs est suffisante afin que ces derniers puissent se faire leur propre opinion quant à l'adéquation des produits proposés à leurs attentes. Cet aspect est également essentiel dans un marché intermédié où des conseillers orientent les investisseurs vers tel ou tel produit ISR. Pour agir au mieux de l'intérêt de leur client, ces derniers doivent être en capacité de cerner la stratégie ISR qu'ils proposent.

Il n'existe pas d'actifs ISR comme il existe par exemple des obligations ou des actions. L'ISR est une notion protéiforme. Dans ce contexte, il est important que les sociétés de gestion veillent à assurer un niveau suffisant de transparence quant aux stratégies mises en œuvre et à s'attacher à l'accessibilité et à la fiabilité des informations diffusées. C'est à cette condition, que l'investisseur pourra se faire sa propre opinion sur la robustesse de la dimension ISR qui lui est proposée.

1.5.1. Une demande croissante de transparence de la part des investisseurs ISR

De nombreux acteurs de l'ISR s'accordent pour reconnaître un caractère central à la notion de transparence. Un Code de Transparence a d'ailleurs été mis en place au niveau européen pour répondre au mieux à cet enjeu. Ce code s'inscrit dans la droite ligne des *European SRI Transparency Guidelines*. Il a pour but d'offrir une plus grande transparence aux investisseurs pour comprendre les pratiques et les partis pris des gestionnaires d'actifs en matière d'ISR. Une première version de ce code a été élaborée en mai 2008. Le Conseil d'Administration de l'Eurosif a adopté ce code le 3 octobre 2012. En décembre 2013, plus de 500 fonds tous souscripteurs sur près de 884 distribués en Europe, disposaient d'un Code de Transparence. Un logo dit « transparent » a même été mis en place pour mettre en avant les fonds dont le gestionnaire joue le jeu de la transparence. Ce logo peut être utilisé dès lors que le Code de Transparence associé à un produit a été mis à jour et qu'il a été revu par le FIR local.

Si l'utilisation du Code de Transparence est variable selon les pays, plusieurs labels et associations s'intéressent à cette initiative et cherchent à la promouvoir au niveau national. En France, l'AFG, le FIR et l'Eurosif ont respectivement adopté leur version du Code de Transparence lors de leurs Conseils d'Administration des 13 décembre 2012 (AFG), 20 décembre 2012 (FIR) et 3 octobre 2012 (Eurosif).

Ce code est désormais requis pour tous les fonds ISR ouverts au public, gérés par des sociétés de gestion adhérentes de l'AFG ou du FIR. En adhérant à ce code, les gestionnaires s'engagent à répondre aux questions qui y sont posées pour chacun de leurs fonds ISR tous souscripteurs. Les signataires doivent se référer à ce code lorsqu'ils communiquent sur la dimension ISR des fonds gérés. L'adhésion au Code de Transparence, obligatoire pour les fonds ISR grand public des sociétés adhérant à l'AFG et/ou au FIR, leur permet de se conformer aux attentes de la loi « Grenelle II ».

Dans le cadre de l'échantillon observé, on note que la plupart des fonds étudiés disposaient d'un Code de Transparence facilement accessible (82%[51]). La pratique mérite d'être saluée mais démontre qu'un fonds sur cinq n'en dispose pas. Toutefois, si l'on s'intéresse au contenu du code, on observe de fortes disparités. Si certains Codes de Transparence sont utilisés comme un véritable argument de

[51] Les 18% restants disposent peut-être d'un tel code ; toutefois, les services de l'AMF ne les ont pas trouvés.

vente et permettent d'approfondir les éléments déjà présentés dans la documentation légale, d'autres sont beaucoup plus lacunaires et la longueur du document ne préjuge pas toujours de sa qualité.

Cette démarche pourrait également être exigée de la part des fonds ISR ouverts à tous souscripteurs « passeportés » vers la France (fin 2013 30 % des 409 fonds recensés *supra*). Le nombre de fonds responsables ou mettant en avant leur lien avec le développement durable a cru ces dernières années. Pourtant, l'information fournie quant au processus ISR peut être lacunaire. Dès lors, afin d'assurer un niveau d'information satisfaisant pour les investisseurs, il conviendrait d'imposer la publication d'un document comparable au Code de Transparence pour tout fonds qui souhaiterait mettre en avant un caractère responsable. Cette disposition permettrait d'aligner les pratiques des fonds ISR sur la base d'un standard défini au niveau européen : celui du Code de Transparence.

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
L'AMF recommande que tout fonds commercialisé en France souhaitant mettre en avant un caractère ISR publie un document explicitant sa démarche sur le modèle du Code de Transparence européen ou adhère à une charte, un code, ou un label sur la prise en compte de critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.

Le label Novethic exige déjà un certain niveau de transparence et demande entre autre que le Code de Transparence des fonds candidats soit dûment complété pour prétendre au label ISR. A l'heure où de nouveaux labels se lancent[52], il convient de rappeler l'importance de la transparence et la nécessité pour les labelisateurs de veiller à ce que cette dernière soit suffisante.

Le *reporting* extra-financier représente un autre vecteur de transparence important. Il permet aux investisseurs d'avoir une vision plus fine des conséquences pratiques des décisions d'investissement prises par les sociétés de gestion sur la composition de leurs portefeuilles ISR. La qualité des *reportings* ISR est ainsi intimement liée à la qualité des données mises à la disposition des gestionnaires. En cela, la RSE des émetteurs est un élément déterminant dans l'élaboration des *reportings*. Or, comme souligné dans le rapport AMF de novembre 2013 sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale, sociétale et environnementale[53], malgré les progrès réalisés ces dernières années, beaucoup reste à faire pour que des indicateurs homogènes et pertinents soient publiés par les sociétés de gestion et permettent une certaine comparabilité des véhicules ISR entre eux.

Enfin, une dernière difficulté de taille apparaît avec les fonds d'« *impact investing* ». Ceux-ci promettent aux investisseurs que la politique d'investissement menée au niveau de leur fonds ISR aura des externalités positives concrètes. Or, il demeure difficile d'appréhender les seules conséquences de la politique d'investissement menée au niveau du véhicule ISR. Cette difficulté tient principalement au fait qu'il est délicat de mesurer l'effet isolé de la politique d'investissement d'un fonds sur le comportement d'un émetteur. Des marges de progrès importantes existent donc pour mesurer l'impact mis en exergue par certaines stratégies ISR.

Piste de réflexion :
Poursuivre et intensifier les efforts visant à mieux définir les indicateurs utilisés et leur mode de calcul dans le *reporting* extra-financier des fonds ISR.

---

[52] En France, le 28 septembre 2015, le Ministre des Finances et des Comptes publics a annoncé la création d'un label ISR porté par les pouvoirs publics. Dans le même temps, le Ministère de l'Ecologie, du Développement durable et de l'Energie a mis en consultation les documents relatifs à la création d'un label « Transition énergétique et Climat ».

[53] Recommandation AMF DOC-2013-18. Ce rapport notait en effet que « *la grande hétérogénéité des indicateurs utilisés par les différentes sociétés pour une même thématique rend, tout comme en 2010, difficile la comparaison des indicateurs d'une société à l'autre, même si des tendances se dessinent dans le choix de certains indicateurs retenus; enfin, les méthodes de calcul pour un même indicateur restent relativement variables d'une société à l'autre, même si les sociétés sont de plus en plus nombreuses à présenter des éléments précis sur la méthodologie utilisée* ».

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
Les fonds qui communiquent sur des objectifs mesurant leur impact ESG devraient d'une part veiller à présenter des objectifs clairs, précis, argumentés et évaluables et, d'autre part, à assurer un suivi de ces objectifs dans le temps.

La transparence passe par l'amélioration du contenu des *reportings* extra-financiers. Or, la qualité de ces *reportings* est intimement liée au progrès des émetteurs en matière de RSE. A ce titre, il convient de souligner que les émetteurs ont encore recours à une diversité d'indicateurs pour appréhender une même thématique. Même si certaines tendances se dessinent et que certains indicateurs clefs gagnent du terrain, cet aspect rend délicat la comparabilité des *reportings* extra-financiers des fonds ISR entre eux et dans le temps.

1.5.2. L'accessibilité des informations en matière d'ISR

Dans le prolongement de la question de la transparence vient le sujet de l'accessibilité des documents à destination des investisseurs. Un certain nombre de documents sont importants pour tout investisseur souhaitant s'informer sur un produit financier.

Au premier rang de ces documents figure la documentation réglementaire. Comme indiqué dans la partie précédente, ce document de base est essentiel et doit intégrer un niveau d'information minimum sur la stratégie ISR du produit. C'est d'ailleurs sur la base de ce document que la société de gestion s'engage vis-à-vis des porteurs. Il est ainsi indispensable que la documentation réglementaire précise le processus ISR et les principaux critères retenus par chaque société de gestion en matière environnementale, sociale et de gouvernance. Il ne s'agit pas pour les sociétés de gestion d'être aussi exhaustives que dans le Code de Transparence. Toutefois, il est important que les informations permettant de mieux cibler la dimension ISR des fonds soient exposés de manière synthétique dans le DICI et de manière plus détaillée dans le prospectus des fonds.

Viennent ensuite les deux documents évoqués précédemment, à savoir : le Code de Transparence et le *reporting* extra-financier. Ces derniers ont vocation à compléter l'information présente dans la documentation légale des fonds. Le Code de Transparence permet de décrire encore plus finement le processus ISR mis en place au niveau de chaque véhicule. Le *reporting* extra-financier vient rendre compte des conséquences concrètes *a posteriori* sur le déroulement de la stratégie ISR. Les Codes de Transparence ne sont pas toujours disponibles sur les sites internet des sociétés de gestion. Dans l'échantillon analysé, les Codes de Transparence de 24 fonds n'étaient pas disponibles sur le site internet des sociétés de gestion. Parfois, seules d'anciennes versions des Codes de Transparence sont publiées sur les sites internet des sociétés. Dans l'échantillon analysé, quatre des Codes de Transparence diffusés sur le site internet des sociétés de gestion étaient obsolètes (dernière mise à jour antérieure à 2014). Si la diffusion d'un *reporting* extra-financier tend à se développer, la pratique n'est pas encore généralisée chez les gérants d'actifs français[54].

Un espace est dédié à la diffusion des Codes de Transparence sur les sites internet de l'AFG et du FIR. Cette initiative est intéressante dans la mesure où tout investisseur pourrait se référer à ces sites pour comparer directement la philosophie des gestionnaires entre eux. Or, les deux espaces dédiés ne sont pas systématiquement mis à jour et peuvent parfois renvoyer vers d'anciens Codes de Transparence.

Piste de réflexion :
Assurer l'accessibilité et la mise à jour des Codes de Transparence en les regroupant sur un espace internet commun dédié. *A minima*, un tel espace listerait les fonds concernés avec un renvoi vers les sites internet des sociétés de gestion pour le téléchargement des Codes de Transparence correspondants.

[54] L'entrée en vigueur de l'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte du 17 août 2015 conduira vraisemblablement à une évolution de cette pratique.

Au sein des Codes de Transparence, plusieurs questions ont trait à l'engagement et plus particulièrement à la politique de vote et/ou de dialogue avec les émetteurs. Nombreuses sont les sociétés de gestion qui font état d'une politique de vote et/ou d'une politique de dialogue mais toutes ne facilitent pas l'accès vers la documentation traitant de ces aspects. Or, là-encore, il est important que les sociétés de gestion diffusent ce type d'informations. De la même manière que le *reporting* extra-financier recense les effets concrets de la stratégie ISR, les rapports de vote et/ou de dialogue synthétisent les décisions des sociétés de gestion en matière d'engagement.

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
L'AMF recommande que les *reportings* extra-financiers (intégrés ou non aux *reportings* financiers classiques) soient facilement accessibles à partir des pages internet dédiées aux fonds ISR et mis à jour au minimum annuellement.

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
Dans la mesure où la société de gestion fait état d'une politique d'engagement, l'AMF recommande qu'elle précise les modalités d'accès aux documents permettant d'approfondir ces aspects (rapport de vote et de dialogue).

On note certaines initiatives intéressantes comme celles de l'US SIF ou celle de la FEBELFIN[55], Fédération Belge du secteur financier. Cette organisation a lancé un site dédié aux produits durables qui présente leurs principales caractéristiques de manière claire et synthétique et qui recense les documents clefs au sein d'une même rubrique. Ce type d'initiative facilite les recherches des souscripteurs potentiels ainsi que celles des investisseurs, et contribue ainsi à l'amélioration de la transparence de ces produits financiers.

Piste de réflexion :
Sur le modèle des pratiques belge ou américaine, l'information permettant de situer chacun des fonds au sein d'une typologie d'approches, pourrait être utilement centralisée au sein d'un document rassemblant tous les fonds, disponible par exemple sur le site d'une ou des associations professionnelles.

1.5.3. La fiabilité des informations en matière d'ISR

De la documentation légale au Code de Transparence en passant par le *reporting* extra-financier, il existe de multiples sources d'informations pour les investisseurs. Or, si la question de leur accessibilité reste un aspect important, la question de la cohérence de leur contenu l'est tout autant. Il est en effet essentiel que l'élargissement de la communication en matière d'ISR ne se fasse pas au détriment de la cohérence et de la fiabilité des données diffusées.

De manière générale, le Code de Transparence précise les éléments présents dans la documentation légale. En répondant à certaines questions, les sociétés de gestion fournissent davantage de détails sur les processus de gestion et les critères présentés dans la documentation légale. Toutefois, les réponses apportées à certaines questions du Code de Transparence divergent régulièrement des informations contenues dans la documentation légale. Ainsi, interrogées sur le recours aux produits dérivés ou au prêt/emprunt de titres, les sociétés de gestion déclarent-elles le plus souvent que leurs fonds ISR n'y ont pas recours. Or, la documentation légale des véhicules concernés prévoit fréquemment cette faculté. Même si l'on peut expliquer ce décalage par le fait que la documentation légale décrit les marges de manœuvre du gérant alors que le Code de Transparence s'intéresse à la gestion réellement pratiquée, ces informations peuvent s'avérer trompeuses pour des investisseurs qui pourraient considérer sur la base du Code de Transparence, que la société s'interdit de recourir à certains instruments et/ou à certaines pratiques de gestion. Ce point est particulièrement préoccupant car les questions concernées ne sont pas anodines. Novethic considère par exemple qu'un fonds ISR

[55] Elle représente 264 institutions financières établies en Belgique. Il ne s'agit pas seulement des banques, mais aussi des prêteurs, des gestionnaires de fortune et des fonds, des sociétés de bourse et des agents de change, des sociétés de leasing,… Les organismes assureurs, les fonds de pension et les sociétés de portefeuille n'en font pas partie.

ne peut recourir aux produits dérivés qu'à titre de couverture. De même, on voit combien la pratique du prêt/emprunt peut susciter le débat sur le plan de l'engagement actionnarial.

Le point suivant est intégré dans la doctrine de l'AMF :
Les sociétés de gestion doivent assurer la cohérence entre les différentes sources d'information disponibles et en particulier entre la documentation commerciale et légale et le Code de Transparence.

Outre l'amélioration de la transparence des véhicules ISR et l'accessibilité des documents mis à la disposition des investisseurs, la fiabilité et la cohérence des informations diffusées constituent un axe de progrès important. Il est en effet nécessaire que l'ensemble des informations à destination des investisseurs soit accessible, fiable et à jour.

Annexe 1 : Tableau récapitulatif des positions, recommandations[56] et pistes de réflexion de l'AMF

	Positions - Recommandations – Piste de réflexions
1	**<u>Recommandation :</u> Pour plus de lisibilité, les documents réglementaires et commerciaux des fonds ISR devraient présenter (i) un objectif de gestion présentant la dimension extra-financière de leur gestion, (ii) le ou les types d'ISR pratiqués, ainsi que (iii) des éléments quant aux méthodes de sélection et de gestion pratiquées.**
2	**<u>Position :</u> Les sociétés de gestion doivent assurer la cohérence entre les différentes sources d'information disponibles et en particulier entre la documentation commerciale et légale et le Code de Transparence.**
3	**<u>Piste de réflexion :</u> Assurer l'accessibilité et la mise à jour des Codes de Transparence en les regroupant sur un espace internet commun dédié. A minima, un tel espace listerait les fonds concernés avec un renvoi vers les sites internet des sociétés de gestion pour le téléchargement des Codes de Transparence correspondants.**
4	**<u>Recommandation :</u> L'AMF recommande que tout fonds commercialisé en France souhaitant mettre en avant un caractère ISR publie un document explicitant sa démarche sur le modèle du Code de Transparence européen ou adhère à une charte, un code, ou un label sur la prise en compte de critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.**
5	**<u>Recommandation :</u> Dans la mesure où la société de gestion fait état d'une politique d'engagement, l'AMF recommande qu'elle précise les modalités d'accès aux documents permettant d'approfondir ces aspects (rapport de vote et de dialogue).**
6	**<u>Recommandation :</u> L'AMF recommande que les *reportings* extra-financiers (intégrés ou non aux *reportings* financiers classiques) soient facilement accessibles à partir des pages internet dédiées aux fonds ISR et mis à jour au minimum annuellement.**
7	**<u>Recommandation :</u> Les fonds qui communiquent sur des objectifs mesurant leur impact ESG devraient d'une part veiller à présenter des objectifs clairs, précis, argumentés et évaluables et, d'autre part, à assurer un suivi de ces objectifs dans le temps.**
8	**<u>Piste de réflexion :</u> Poursuivre et intensifier les efforts visant à mieux définir les indicateurs utilisés et leur mode de calcul dans le *reporting* extra-financier des fonds ISR.**
9	**<u>Piste de réflexion :</u> Sur le modèle des pratiques belge ou américaine, l'information permettant de situer chacun des fonds au sein d'une typologie d'approches, pourrait être utilement centralisée au sein d'un document rassemblant tous les fonds, disponible par exemple sur le site d'une ou des associations professionnelles.**

[56] Qui sont repris dans la doctrine de l'AMF.

Annexe 2 : Liste des acteurs rencontrés

Forum pour l'Investissement Responsable (FIR)
- Bertrand FOURNIER, Président
- Grégoire COUSTE, Délégué général

Association Française de la Gestion Financière (AFG)
- Laure DELAHOUSEE, Directrice des gestions spécialisées
- Philippe ZAOUATI, Directeur général de Mirova
- Audrey HYVERNAT, Responsable capital investissement et ISR

Association Française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIM)
- Arnaud Dewachter, Délégué général
- Stéphanie Saint-Pé, Directrice des affaires juridiques et fiscales

Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC)
- Paul PERPERE, Délégué général
- Olivier Millet, Président de la Commission ESG
- France VASSAUX, Directrice des affaires juridiques et fiscales

Association Française des Investisseurs Institutionnels (AF2I)
- Jean EYRAUD, Président
- Philippe HAUDEVILLE, Secrétaire général

Caisse des dépôts et consignations
- Joël PROHIN, Responsable du Service Gestion d'Actifs compte propre

Etablissement pour la retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP)
- Philippe DESFOSSES, Directeur

Fonds de Réserve des Retraites (FRR)
- Salwa BOUSSOUKAYA-NASR, Directeur financier

AG2R La Mondiale
- Philippe DUTERTRE, Président du directoire d'Agicam (AG2R La Mondiale)

Amundi
- Thierry BOGATY, Directeur Amundi Expertise ISR

Agrica Epargne
- Jean-Claude GUIMIOT, Directeur général délégué

Axa IM
- Lise MORET, Responsable des études quantitatives ESG

Ecofi
- François LETT, Directeur général délégué, Directeur de la gestion Ethique et Solidaire

Mirova
- Philippe ZAOUATI, Directeur général

Ethifinance
- Emmanuel DE LA VILLE, Dirigeant et fondateur

Finansol
- Sophie DES MAZERY, Directrice
- Frédéric FOURRIER, Responsable de l'Observatoire de la Finance Solidaire

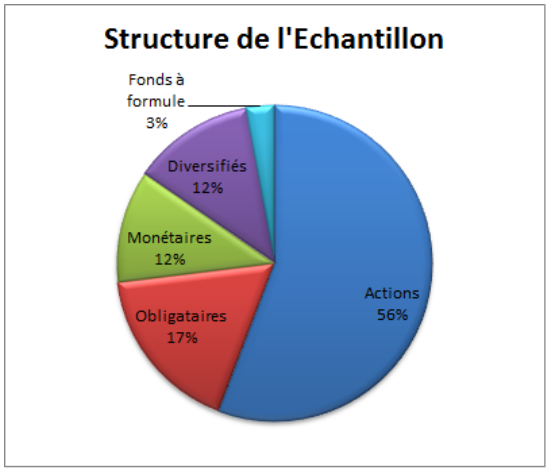
Novethic
- Dominique BLANC, Directeur de la recherche ISR

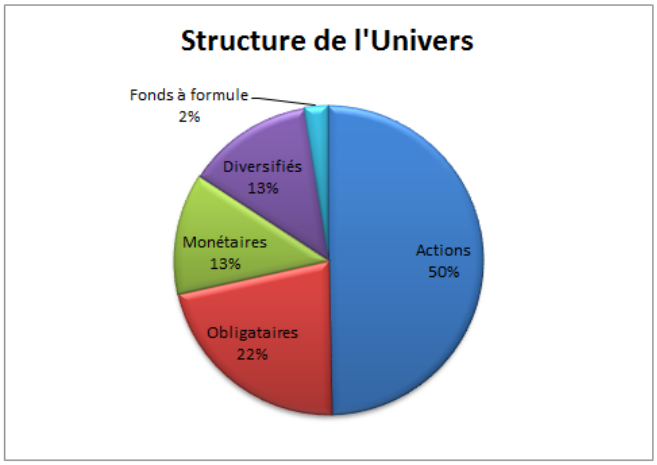
Vigeo
- Nicole NOTAT, Présidente

Commissariat général au développement durable
- Robin Edme, Conseiller finance responsable

Direction générale du trésor
- Alexis DUPONT, Adjoint au chef du bureau Epargne et marchés financiers

Annexe 3 : Echantillon étudié





Libellé du fonds	Société de Gestion	ISIN
AG2R La Mondiale Ethomed ISR	AGICAM	FR0011336320
AG2R La Mondiale Oblig Euro ISR	AGICAM	FR0007021324
Allianz Citizen Care SRI	Allianz GI France	FR0010716837
Allianz Securicash SRI	Allianz GI France	FR0010017731
Allianz Formuleo ISR	Allianz Global Investors France	FR0010766121
Atout France	Amundi	FR0010093716
Amundi Actions Euro ISR	Amundi	FR0010458745
Etoile Développement Durable - Environnement	Amundi	FR0010502088
LCL Actions USA ISR (Euro)	Amundi	FR0000994816
Solidarité	Amundi	FR0011161173
Amundi AFD Avenirs Durables	Amundi	FR0010698555
Hymnos	Amundi	FR0007447891
CPR Reflex Solidaire	Amundi	FR0010931584
LCL Altisr	Amundi	FR0010841585
Amundi Tréso Eonia ISR	Amundi	FR0007435920
danone.communities D.ISR Prudent	Amundi	FR0010439935
Aviva Valeurs Responsables	Aviva Investors	FR0010746776
Aviva Monétaire ISR	Aviva Investors	FR0007437546
Axa Euro Valeurs Responsables	AXA IM	FR0000982761
Label Europe Actions	AXA IM	FR0007073713
BFT Convertibles ISR	BFT Gestion	FR0010236091
AGIPI Monde Durable	BNP Paribas IP	FR0010500603
Parvest Environmental Opportunities	BNP Paribas IP	LU0406802339
MAIF Investissement Responsable Europe	BNP Paribas IP	FR0010696815
BNP Paribas L1 Equity World Aqua	BNP Paribas IP	LU0831546592
Parvest Green Tigers	BNP Paribas IP	LU0823437925
Low Carbon 100 Europe THEAM EASY UCITS ETF	BNP Paribas IP	FR0010655597
BNP Paribas Retraite 2016-2018	BNP Paribas IP	FR0000174609
Parvest Sustainable Bond Euro	BNP Paribas IP	LU0828230697
BNP Paribas Obli Etheis	BNP Paribas IP	FR0010076893
Candriam Equities L Sustainable EMU	CANDRIAM	LU0344047559
Candriam Sustainable High	CANDRIAM	BE0169199313
Candriam Money Market Euro Sustainable	CANDRIAM	LU0206980129
Cedrus Sustainable Opportunities	Cedrus Asset Management	FR0011345560
CM-CIC Actions ISR	CM-CIC AM	FR0000444366
CM-CIC Obli ISR	CM-CIC AM	FR0010941328
Covea Espace ISR	Covea Finance	FR0010689794

Guilé European Engagement Fund	De Pury Pictet Turrettini	LU0269642889
Guilé Emerging Markets Engagement Fund	De Pury Pictet Turrettini	LU0412997545
Diamant Bleu Responsable	Diamant Bleu Gestion	FR0010896548
Ecofi Actions Rendement	Ecofi Investissements	FR0007005624
Ecofi Annuel	Ecofi Investissements	FR0007462833
SSgA World SRI Index Equity Fund	State Street GA France	FR0010596718
Ecofi Optim Capital Garanti 2017	Ecofi Investissements	FR0011559574
Epargne Solidaire	Ecofi Investissements	FR0007413091
EdR Tricolore Rendement	Edmond de Rothschild AM	FR0010588343
EdR Euro SRI	Edmond de Rothschild AM	FR0010505578
Federal Conviction ISR Euro	Federal Finance	FR0000994378
Federal Taux Variable IR	Federal Finance	FR0010859785
Fédéris ISR Euro	Fédéris Gestion	FR0007045950
Fédéris ISR Trésorerie	Fédéris Gestion	FR0010256156
Convertibles Europe Responsable	Fédéris Gestion	FR0011315787
Echiquier Major	Financière de l'échiquier	FR0010581728
HSBC Actions Développement Durable	HSBC Global AM	FR0000437113
HSBC Oblig Développement Durable	HSBC Global AM	FR0010061283
Europe Ethique Expansion	Humanis Gestion d'Actifs	FR0007059886
ING (L) Invest Europe Sustainable Equity	ING IM	LU0991964247
ING (L) Renta Fund Euro Credit Sustainable	ING IM	LU0577863615
JPMF Global Socially Responsible Fund	JP Morgan Fleming AM	LU0111753769
Kempen (Lux) Sustainable Smallcap Fund	Kempen Capital Management	LU0427934699
LBPAM Responsable Actions Euro	La Banque Postale AM	FR0000008963
LBP EthicEuro 100	La Banque Postale AM	FR0012021574
LBP EthicEuro 90	La Banque Postale AM	FR0012021558
Libertés et Solidarité	La Banque Postale AM	FR0000004962
Sarasin Sustainable Equity - Real Estate Global	La Française AM	LU0288928376
CMNE Sélections	La Française AM	FR0010214650
Objectif Investissement Responsable	Lazard Frères Gestion	FR0000003998
LO Funds - Euro Responsible Corporate Fundamental	Lombard Odier Investment Managers	LU0210004429
Mandarine Engagements	Mandarine Gestion	FR0010707554
Ethique et Partage - CCFD	Meeschaert AM	FR0000970899
Proclero	Meeschaert AM	FR0011136563
Metropole Value SRI	Metropole Gestion	FR0010632364
Mirova Euro Sustainable Equity	Natixis AM	LU0914731947
Mirova Global Sustainable Equity	Natixis AM	LU0914729966
Natixis Sustainable Tresorerie Euro	Natixis AM	FR0010008003
Mirova Euro Sustainable Aggregate	Natixis AM	LU0914734701
Neuflize Actions Euro ISR	Neuflize OBC Investissements	FR0000985764
Neuflize Dynamique ISR	Neuflize OBC Investissements	FR0000985756
Neuflize Monétaire ISR	Neuflize OBC Investissements	FR0000299711
Avenir Partage ISR	OFI AM	FR0010279034
MAIF Retraite Croissance Durable	OFI AM	FR0010091660
OFI Trésorerie Performance ISR	OFI AM	FR0011381227
Palatine Trésorerie Première	Palatine AM	FR0007474838
Petercam Equities Europe Sustainable	Petercam	BE0940002729
Euro Active Investors	Phitrust AI	FR0007037130
Pictet-Emerging Sustainable Equities	Pictet AM	LU0725974272
Regard Actions Développement Durable	Pro BTP Finance	FR0007083357
Quilvest Monétaire ISR	Quilvest Gestion	FR0007080023
RJ Déploiement Discipline	Raymond James AMI	FR0010883017
RobecoSAM Sustainable European Equities	RobecoSAM	LU0187077218
RobecoSAM Sustainable Climate Fund	RobecoSAM	LU0280770255
Roche-Brune Europe Actions	Roche-Brune AM	FR0010237503
Sparinvest Ethical High Yield Value Bonds	Sparinvest	LU0473785169
SSgA World SRI Index Equity Fund	State Street GA France	FR0010596718
Swisscanto (LU) Portfolio Fund Green Invest Income	Swisscanto	LU0288148280

Sycomore Sélection Crédit	Sycomore AM	FR0011288489
Triodos Sustainable Equity Fund	Triodos Investment Management	LU0278271951
Triodos Sustainable Pioneer Fund	Triodos Investment Management	LU0278275606
UBS (Lux) Equity Fund - Global Sustainable	UBS Global AM	LU0076532638
Vanguard SRI European Stock Fund	Vanguard Asset Management	IE00B76VTL96
Vontobel Global Responsibility Asia (ex-Japan) Equity	Vontobel AM	LU0384409180