

La présente synthèse a été inspirée par la table ronde de l'*Observatoire EPS* sur l'« **ISR : Performances, Labels, Réglementation, Greenwashing. Comment faire le tri ?** » qui s'est tenue le 28 septembre 2021. Nous remercions tout particulièrement pour leurs contributions :

- **Cyril Cathelin – ENGIE** – Senior Financial Analyst
- **Grégoire Cousté – Forum pour l'investissement responsable** – Délégué Général
- **Aela Cozic – FIDELITY** – Analyste Gérante ESG
- **Léa Dunand Chatellet – DNCA** - Directrice du Pôle « Investissement Responsable »
- **Coline Pavot - La Financière de L'Echiquier** – Responsable de la Recherche Investissement Responsable

La loi PACTE a renforcé l'offre de fonds ISR dans les dispositifs d'épargne salariale et retraite. Le développement de ces fonds progresse à grande vitesse et tous les opérateurs réorientent leurs offres dans ce domaine. La réglementation sur le sujet a par ailleurs beaucoup évolué. La présente synthèse permet de s'interroger sur cette nouvelle donne en tentant d'apporter des réponses aux questions que pourraient se poser les entreprises et les salariés : Toutes les approches ISR sont-elles équivalentes, les différents labels existants sont-ils pertinents, Y-a-t-il des pièges à éviter... ?

Cette synthèse n'a pas pour vocation à détailler ce qu'est l'ISR, mais nous pouvons brièvement en rappeler le concept : **L'Investissement Socialement Responsable (ISR) est un processus d'investissement qui intègre des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) dans les décisions d'investissements prises par les gérants.** Ces décisions peuvent s'accompagner d'un objectif d'impact sur le présent, mais surtout sur le futur, c'est pourquoi **elle se concentre sur la valeur et l'impact à long terme des actifs.** La meilleure prise en compte de ces externalités ne remet cependant pas en cause la recherche de performance.

EN RESUME...

L'ISR d'aujourd'hui n'est, sans doute pas, similaire à celui d'hier. Il a évolué. En effet, les investisseurs ne sont plus seulement attirés par une optique de gestion des risques ESG mais par une réelle **quête d'impact environnemental et social à long terme, en exerçant une pression positive sur les entreprises.**

Cette **démarche est renforcée par le développement d'un cadre réglementaire plus contraignant pour tous les acteurs**, tant au niveau européen qu'international, notamment avec le **règlement SFDR¹**, la taxonomie sur les activités vertes et MiFID II. Ils visent à **renforcer la prise en compte de critères ESG, le reporting extra-financier et à établir une classification unique des activités dites « vertes » via la taxonomie**, afin d'encadrer la façon dont les acteurs du marché doivent intégrer et rendre compte des critères de durabilité dans leur activité d'investissement.

Certaines sociétés de gestion parlent de « Tsunami » réglementaire qui vient uniformiser des pratiques (reporting, catégorisation, notation « propriétaire ») déjà mises en place depuis longtemps pour quelques-unes d'entre elles. Cette réglementation peut parfois venir alourdir le quotidien des gérants, mais elle reste indispensable pour faciliter la compréhension par le marché et in fine diriger plus d'investissements dans les entreprises qui feront le monde de demain.

Les systèmes d'épargne des entreprises sont aussi concernés par ces enjeux. La sélection des fonds devra faire preuve d'une **transparence améliorée pour sensibiliser les épargnants tout en leur laissant le choix d'adhérer.**

¹ Règlement dit « Sustainable Finance Disclosure Regulation » du 27 novembre 2019

ISR : Performances, Labels, Réglementations, Greenwashing... Comment faire le tri ?

La « mainstreamisation » et la complexité de la gestion ISR augmente le risque de greenwashing et de communication « trompeuse ». Les acteurs, pour s’y retrouver entre les différents labels (ISR, Greenfin, Finansol, CIES...), les différentes classes d’actifs concernées (monétaire, obligataire, actions, actifs illiquides...) et leurs orientations (climat, social, exclusion...), doivent trancher sur les critères et la méthodologie à adopter pour garantir une sélection efficace.

Les frais de gestion ne sont pas plus élevés pour les fonds ISR que pour les fonds traditionnels, en revanche une gestion ISR de qualité nécessite de vrais investissements de recherche, de communication et de labellisation, investissements qui sont peu répercutés sur les frais de gestion. Pour ce qui est de la performance, les fonds à thématique ISR ont peu de raisons de sous-performer d’autres fonds ; au contraire les critères ESG apportent une réelle plus-value, d’autant plus si les moyens suffisants sont alloués. Sur ce thème de nombreuses études ont été réalisées et attestent les bonnes performances des fonds ISR²

Un ISR différent d’hier

L’ISR d’aujourd’hui n’a sans aucun doute rien à voir à celui d’il y a 10 ans. Du côté de l’épargne salariale, les encours en 2020 de fonds ISR et solidaires s’élèvent à 30 Mds € soit près de 30% des encours totaux (hors actionariat salarié) contre 19% en 2010. Tout type d’épargne confondu, l’ISR représente 24% des encours totaux, ce qui témoigne d’une certaine avance de l’épargne salariale.

Encours des fonds labellisés

Source : Observatoire de la finance durable



Les critères ESG d’hier sont toujours présents, c’est leur niveau d’intégration et leur déploiement dans la construction des fonds qui a largement évolué, notamment avec cette démarche « d’impact ». Même si cet enjeu était déjà présent hier, il s’affirme aujourd’hui avec un engagement actionnarial renforcé et une pression positive effectuée sur les émetteurs. Cette évolution a été favorisée par le développement de la réglementation au niveau européen, international et français.

² Quelques études sur les performances des fonds ISR ;

Etude LFDE : https://cdn.lfde.com/wp-content/uploads/2019/10/15155534/Etude-ISR_2019_FR_WEB.pdf - Mise à jour 2021 : <https://cdn.lfde.com/upload/partner/CarnetsdeRechercheIR2020FR1.pdf> Etude de l’université de Hambourg, qui agrège les résultats de plus de 2000 études sur les liens entre ISR et Performance : <https://cdn.lfde.com/upload/partner/ESGandfinancialperformanceUniversiteHambourg.pdf>

ISR : Performances, Labels, Réglementations, Greenwashing... Comment faire le tri ?

En effet, le 10 mars 2021, le niveau 1 du règlement SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) est entré en vigueur (niveau 2 prévu pour 2022) qui marque un passage de la soft law (recommandation) à la hard law (obligation) en Europe. En plus de consolider l'intégration des critères ESG, il vise à intégrer la notion de durabilité à tous les investissements et d'offrir un cadre harmonisé pour tous les acteurs européens. L'idée majeure est la classification des fonds en fonction du niveau d'intégration de la durabilité. On distingue trois catégories :

- **Fonds « article 6 »** : les fonds qui ne prennent pas en comptes les critères ESG, ce qui ne veut sans doute pas dire qu'ils sont des « mauvais élèves » mais que certaines classes d'actifs ou stratégies utilisées ne permettent pas d'adresser réellement les problématiques de durabilité (fonds global macro, fonds monétaires)
- **Fonds « article 8 »** : les fonds qui promeuvent, entre autres caractéristiques, des caractéristiques environnementales et/ou sociales ou une combinaison de ces caractéristiques, pour autant que les sociétés dans lesquelles les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance. Ces fonds intègrent un reporting extra-financier qui reprend 15 indicateurs (à titre indicatif : empreinte carbone, impact sur la biodiversité, égalité salariale H/F, diversité...)
- **Fonds « article 9 »** : les fonds qui poursuivent clairement un objectif d'investissement durable. Il faut alors démontrer une performance financière et extra-financière concomitante. C'est la catégorisation optimale, la plus recherchée, qui d'une certaine façon recrée une niche et s'apparente à l'investissement à impact et aux fonds thématiques durables.

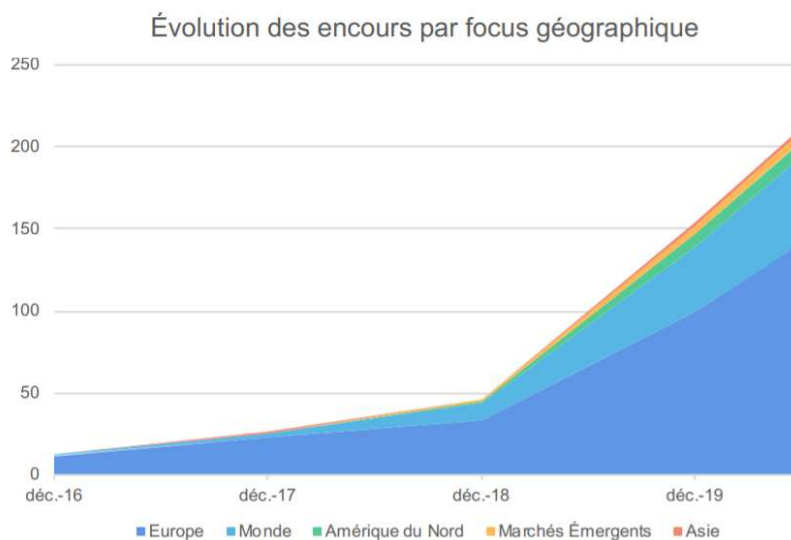
Cette classification peut déjà voir apparaître des limites, notamment dû au degré d'interprétation induit par un cadre réglementaire encore un peu flou. En effet, des fonds avec des compositions assez similaires peuvent être classés dans l'une ou l'autre des catégories.

De plus, l'UE développe une taxonomie sur les activités « vertes ». Celle-ci vise à classer les activités considérées comme durables du point de vue environnemental et/ou social pour accompagner la transition écologique. Elle transporte six objectifs dont :

- Limiter le changement climatique
- S'adapter au changement climatique

Cet indicateur commun participera aussi à réduire le greenwashing sur les investissements verts. D'autres éléments participent au renforcement réglementaire, notamment MiFID II et la directive sur la gouvernance d'entreprise. A l'échelle internationale, les recommandations de la TCFD (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures) La réglementation se renforce aussi dans les pays asiatiques.

La France a superposé à la réglementation européenne sa doctrine AMF 2020-03 sur l'utilisation des critères extra-financiers. Dans cette doctrine, l'AMF a catégorisé les produits en trois catégories en fonction de leur prise en compte des critères ESG (catégorie 1 = Fonds ISR, catégorie 2 = Fonds en Intégration ESG, catégorie 3 = autres). A chaque catégorie est liée un certain nombre d'obligation de gestion et de contraintes de communication sur l'ESG. La catégorisation du fonds doit être précisée dans le prospectus et la prise en compte des critères ESG doit y être développée. Cette classification est indépendante de la labellisation d'Etat « ISR ». Il existe de plus, différents labels qui viennent catégoriser les fonds (Label d'état ISR, Finansol, Greenfin, CIES...). Il est cependant probable que la réglementation vienne à terme supplanter ces labels. En effet, ils sont devenus complexes à analyser et à comprendre par les acteurs du marché et, in fine, par les épargnants. Ils ont une pérennité relative puisque depuis leur création ils n'ont pas toujours permis de devenir des « tampons » de crédibilité.



Source : FIR

Les acteurs du marché face à cette évolution

Les entreprises sont conscientes de la dimension incontournable de l'ISR, en particulier pour leurs dispositifs d'épargne salariale et retraite. **Les bonnes pratiques ESG ont un impact direct à long terme et sur la performance financière. En effet, les entreprises leaders de demain sont celles qui prennent en considération dès aujourd'hui dans leur plan stratégique l'environnement dans lequel elles évoluent.** Lorsqu'une entreprise souhaite mettre en place des fonds avec une orientation ISR particulière pour l'épargne salariale, elle le fait souvent en collaboration avec les organisations syndicales pour trouver des **angles d'investissements spécifiques cohérents avec leur raison d'être et leurs valeurs.** Cette démarche permet donc aux collaborateurs, selon leur sensibilité à cette thématique d'orienter son épargne en choisissant ou pas un de ces fonds.

C'est notamment le cas pour **ENGIE**, qui sur certains fonds dédiés, propose des fonds thématiques ISR ou à impact qui sont construits en collaboration étroite avec les organisations syndicales :

- **Egépargne Actions Monde ISR³** : La sélection de titres repose sur une analyse financière et extra-financière définie par un accord collectif signé en 2007 par EDF, Engie et l'ensemble des organisations syndicales représentatives
- **Egépargne croissance²** : La gestion repose sur la sélection d'entreprises alliant perspective de bonne performance financière et respect de critères sociaux tels que la création d'emplois, la politique salariale, les dépenses de formation, le taux de précarité de l'emploi.
- **ENGIE Rassembleurs d'Énergies** : Un fonds solidaire dont 5 à 10% du fonds complète le financement de la SAS Rassembleurs d'Énergies dans la lutte contre la précarité énergétique et le développement de l'énergie verte. Le reste de l'actif du fonds est investi sur des supports ISR quand cela est possible sinon en suivant la politique ESG du gestionnaire (BNP AM). La SAS « rassembleurs d'énergies » a pour mission d'investir auprès des entrepreneurs sociaux qui proposent des solutions énergétiques innovantes et durables à des populations n'ayant pas accès à l'énergie. Rassembleurs d'Énergies a obtenu la labellisation B Corp en 2019.

³ Fonds communs entre le Groupe Engie et le Groupe EDF

ISR : Performances, Labels, Réglementations, Greenwashing... Comment faire le tri ?

Les entreprises savent que l'ensemble des gestionnaires d'actifs ont désormais des processus de gestion qui intègrent un socle minimum de critères extra-financiers à travers l'ensemble de leur gamme. Elles déterminent alors la composition de leurs fonds selon des critères ESG plus ou moins contraignants. ENGIE ne souhaite pas privilégier un processus d'intégration ISR type plutôt qu'un autre pour des raisons de diversification. Ils portent une **vigilance particulière** entre autres sur :

- Les **gestionnaires d'actifs ayant une politique ISR, signataires des UN PRI**, engagés en faveur d'un objectif net zéro ou d'un autre objectif à faible émission de carbone avec une politique d'égalité des sexes
- Les **exclusions normatives** a minima dans les portefeuilles : des armements controversés, des Etats sous embargo, des paradis fiscaux et des Etats finançant le terrorisme (GAFI)
- Les **outils d'analyse ESG et la taille des équipes ESG** des gestionnaires
- Le **reporting extra-financier**

Toute cette stratégie s'inscrit dans une **volonté de concilier les valeurs et la raison d'être de l'entreprise avec l'offre de fonds ISR**. La raison d'être d'ENGIE est d'agir pour accélérer la transition vers une économie neutre en carbone, par des solutions plus sobres en énergie et plus respectueuses de l'environnement. Investir uniquement dans des fonds privilégiant l'intensité carbone du moment sans tenir compte du secteur d'activité et de la transition énergétique peut générer un risque de concentration sectorielle et géographique qui limite à terme la diversification du portefeuille. Il est préférable par exemple d'accompagner les entreprises du secteur énergétique en restant au capital afin d'amener ces entreprises à une meilleure prise en compte des enjeux environnementaux qui nous font face et construire le système énergétique bas Carbone de demain.

Finalement, les entreprises ont des **exigences en matière de reporting, mais elles rencontrent des difficultés**. En effet, les obstacles sont liés à :

- La mise en œuvre de reporting de type « article 29LEC » (ex. Article 173)
- L'uniformisation des reporting et homogénéité des KPI et de leur méthodologie de calcul
- La problématique liée à l'agrégation des reporting extra-financiers sur l'ensemble des fonds d'épargne
- Le périmètre de notation peut être réduit du fait que certaines classes d'actifs sont peu sujet à une notation ESG (obligations gouvernementales par exemple)

A terme, l'enjeu serait d'avoir une **mesure de l'impact sur chacun des fonds d'épargne salariale et le suivi de KPI (Key Performance Indicators) qui sont en résonance avec la raison d'être** :

- **KPI environnementaux** (prise en compte du scope 3 dans le calcul de l'intensité carbone, contribution à la neutralité carbone, mécanisme de compensation carbone, alignement avec l'accord de Paris, part des revenus green, comparabilité avec les benchmarks des organes de régulation, émissions de gaz à effet de serre évitées, exposition à la transition climatique, actifs échoués, exposition aux événements climatiques extrême)
- **KPI sociétaux** (% de femmes dans les différents organes de l'entreprise, % de diversité)
- **KPI de gouvernance**

Les sociétés de gestion n'ont pas, pour la plupart, attendu la réglementation pour prendre ces sujets au sérieux, pour être transparentes sur leur façon de faire de l'investissement responsable et pour produire des reporting de qualité. Elles évoquent cependant un « empilement », et même d'un « tsunami » réglementaire qui viendrait complexifier leur quotidien. En effet, la réglementation ajoute une couche à ce qui est déjà produit par ces sociétés de gestion, qui n'est pas forcément cohérente. D'autant plus pour celles de tailles moyennes qui restent limitées dans leur capacité de production de reporting et d'accès à la donnée. Les indicateurs des entreprises sous-jacentes dans lesquelles les sociétés de gestion veulent investir ne sont pas toujours disponibles, notamment quand il s'agit de mesures d'impact, pour l'investissement dit à impact.

ISR : Performances, Labels, Réglementations, Greenwashing... Comment faire le tri ?

La vertu de ces nouvelles réglementations est de mettre en mouvement tout un ensemble d'acteurs qui n'étaient pas encore « à niveau » sur un certain nombre de sujets, d'uniformiser certaines pratiques (reporting, catégorisation des produits, sourcing de données) pour en permettre une meilleure compréhension par le marché et in fine diriger plus de capitaux vers les entreprises qui feront le monde de demain.

Face à cette uniformisation, les gérants doivent adapter leurs méthodologies et critères de sélection afin de se différencier et garder une singularité. Ils doivent faire preuve de transparence - vis à vis de leurs clients, sur leurs méthodologies et leurs investissements- de cohérence entre leur politique d'investissement responsable et la démarche RSE de la société de gestion.. Cela permet de savoir avec quelle conviction la société de gestion mène ses activités d'investissement responsable et dans quelle mesure elle fait en sorte d'appliquer à elle-même ce qu'elle demande aux entreprises dans lesquelles elle investit.

Ainsi, certaines sociétés de gestion ont développé des systèmes propriétaires de notation ESG prenant en compte les enjeux matériels de chaque industrie. Cela se fonde sur la recherche financière et extra-financière en intégrant la trajectoire, les perspectives et les annonces des entreprises sous l'angle ESG.

Cette démarche s'oppose à celles des agences de notation externes qui se basent sur des éléments passés et font de la notation en masse. En effet, la notation consiste parfois uniquement à « cocher des cases » selon des critères faciles à vérifier et cela sur plus de 20 000 valeurs, l'analyse quantitative limite l'analyse qualitative. Il s'agit donc de ne pas dépendre uniquement des agences de notation extra-financière et de garder un regard critique. Les agences ont toutefois une utilité certaine à des fins de reporting par exemple.

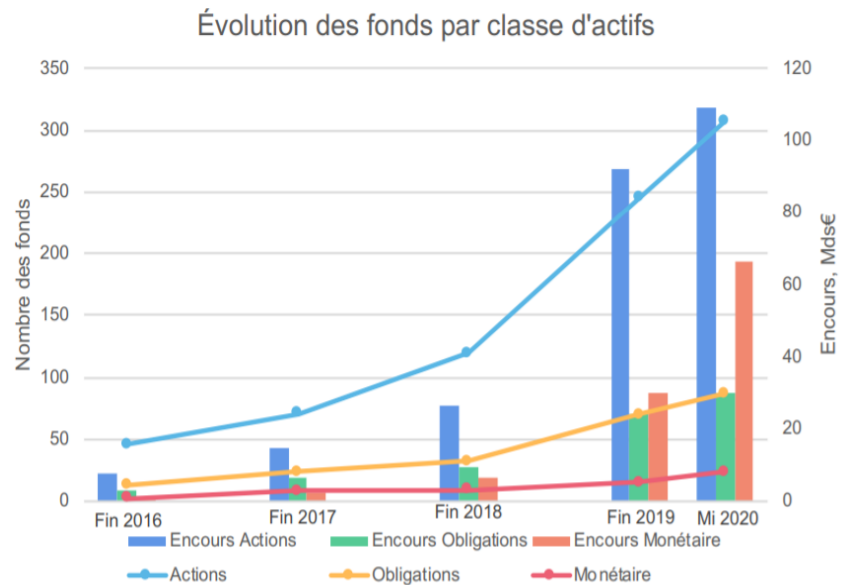
Les stratégies ISR adoptées par les sociétés de gestion peuvent favoriser les pratiques d'exclusion de certains secteurs. Ces pratiques sont motivées par les :

- **Risques financiers.** Le choix de ne pas investir dans ces secteurs sera (peut-être) gagnant d'un point de vue de la performance financière. Par exemple, le coût du tabac pour la société représente une externalité négative pour les entreprises du tabac. Si ces entreprises avaient pour obligation d'intégrer leurs externalités négatives, il y aurait un risque d'impact financier très important avec une forte baisse de valeur de leurs actifs. L'exclusion de ce type de société permet pour les sociétés de gestion de se prémunir contre ce risque financier de plus en plus prégnant.
- **Risques éthiques/réputationnels.** En effet, les sociétés de gestion ne souhaitent pas être associées et soutenir certains secteurs. Il y a un enjeu de cohérence lorsqu'on cible des investisseurs particuliers sensibles à ces sujets. Ce motif d'exclusion peut être fait indépendamment de toute considération financière.

Il faut néanmoins parfois avoir une approche plus réfléchie, car l'exclusion n'est pas toujours la solution. En effet, exclure certains secteurs peut augmenter leurs chances de ne pas évoluer dans le bon sens. Il faut alors dans certains cas accompagner leur transition, via des pratiques exigeantes d'engagement actionnarial.

Il est aussi nécessaire de correctement définir les actifs qui font sens lorsqu'on parle d'ISR.

Un fonds ISR doit être un fonds qui finance l'économie réelle dans l'objectif d'avoir une contribution positive et durable. L'ISR des prochaines années semble pourra également se développer dans le non-côté. Parler de fonds ISR monétaire ne semble pas cohérent puisque ces fonds investissent sur la dette à court terme des entreprises avec rendement sécurisé. La dette souveraine ne fait sans doute également peu de sens, puisque l'économie réelle vise plutôt les entreprises privées. S'agissant des ETF, parfois utilisés en épargne retraite, une question utile reste ouverte : sont-ils compatibles avec la notion d'ISR ?



La performance des fonds ISR est-elle meilleure ? Les avis convergent sur l'analyse comparative de performance : les différences entre fonds ISR et fonds classiques sont de plus en plus rare aujourd'hui. En effet, plusieurs études ont été menées (cf. supra), même si leurs résultats restent à interpréter avec prudence puisque les fonds pris en compte varient dans leurs approches et aussi dans les années étudiées, il existe cependant un faisceau d'études pointant une corrélation positive entre performance ESG des entreprises et performance financière. Si les performances des fonds ISR n'étaient pas convaincantes à l'émergence de l'ISR, c'était probablement plus dû à une mauvaise gestion et à un manque de considération, qu'à l'intégration des facteurs ESG dans la gestion.

Les entreprises et les sociétés de gestion sont les acteurs les plus à même de comprendre la complexité de la finance durable. Le rôle de pédagogue auprès des épargnants relève alors de leur responsabilité. Cette pédagogie peut revêtir plusieurs formes, comme la :

- **Formation des salariés** (entreprise) au reporting, comparaison des fonds ISR d'épargne salariale à des indices sur des critères extra-financiers.
- **Formation des clients** (par les sociétés de gestion) avec des outils. A titre d'exemple, La Financière de l'Echiquier est à l'initiative du podcast « Un pied devant l'autre » et de l'école de l'ISR. Le FIR (Forum pour l'Investissement Responsable) lance une série de films d'animation et mène des opérations de marketing de rue pour sensibiliser les épargnants.
- **Théorie du nudge** (« coup de coude ») qui consiste à faire des suggestions sans contraindre, qui peuvent inciter au passage à l'action et influencer la prise de décision. Cela peut s'appliquer à l'ISR avec une offre par défaut pour flécher plus rapidement l'épargne vers le financement durable.

En conclusion il est certain que les entreprises devront se saisir du sujet ISR dans leurs dispositifs d'épargne. Pour autant, à l'exception sans doute de certains grands groupes, le sujet prendra vraisemblablement du temps, nécessaire à la pédagogie et à la conviction. Cette prise de conscience sera aussi une occasion pour réfléchir sur l'architecture globale et les gammes de fonds proposées aux salariés épargnant.