

La présente synthèse a été inspirée par la table ronde de l'*Observatoire EPS* de l'Épargne d'Entreprise qui s'est tenue le 26 septembre 2017. Nous remercions tout particulièrement pour leurs contributions :

- **Jean-Yves Jouan-Auzeby**, Directeur du Pôle Avantages Sociaux & Epargne Salariale, VEOLIA
- **Benoît Ringot**, Directeur de projets, Développement Innovation & Marchés, VEOLIA
- **Laure Delahousse**, Adjointe au Délégué Général de l'AFG, Membre du Comité du Label ISR
- **Marie-Geneviève Loys Carreiras**, Analyste investissements solidaires, BNPP AM
- **Pierre Yves Chanu**, Membre du CIES et du comité du Label Finansol, Administrateur de France Active
- **Ariane Hober**, Directeur des ventes FRANKLIN TEMPLETON
- **Nicolas Bénéton**, Spécialiste de l'investissement responsable, ROBECO

EN RESUME...

- Dans l'esprit de beaucoup d'épargnants investissements ISR et Solidaires sont souvent confondus. Si tous deux visent à aller au-delà de l'investissement financier « classique », ils le font de manière très différente :
 - L'ISR (ou ESG dans le monde anglo-saxon), **ne remet pas en cause l'objectif de recherche de profit et de performance ; seulement, il propose une meilleure prise en compte des externalités** (positives comme négatives) liées à l'activité économique des entités considérées.
 - **A l'inverse, le solidaire, « révolutionne » l'approche de l'investissement. La recherche du profit et de la performance sont relégués au second plan, derrière l'impact social.**
- Comment sélectionner les Investissements Socialement Responsables ?
 - Les réponses des gérants sont plurielles et varient selon :
 - les classes d'actifs considérées (actions, obligations)
 - les types d'émetteurs (entreprises, Etats...),
 - les modes opératoires (exclusions ou approche au mérite relatif « best-in-class »)
 - les ressources sollicitées (internes ou recours à l'analyse extra-financière externe)
 - l'intégration au processus de gestion (quantitatif ou qualitatif)
 - Les conclusions quant à la dimension ISR d'un même titre **varient également d'un gérant à l'autre.**
 - De tels écarts d'appréciation peuvent laisser perplexe le néophyte, mais il n'en est pas autrement en matière d'analyse financière traditionnelle avec des recommandations variables (achat, vente, allègement) d'un analyste à l'autre.
 - Cette diversité offre aux entreprises et à leurs épargnants un vaste choix permettant de retenir l'approche ISR qui s'avérera la plus cohérente avec la culture d'entreprise.
 - On notera enfin l'intelligence et la prudence du Label ISR d'Etat qui a certes défini un cadre plus rigoureux mais sans trancher entre les approches.
- Comment sélectionner les Investissements Solidaires ?
 - Plus normé avec son agrément, dilué à 90 ou 95%, plus franco-français, le Solidaire a aussi la particularité d'investir en titres « non cotés » donc a priori peu liquides.
 - D'où d'autres défis en matière de sélection des investissements :
 - Comment identifier/sourcer les opportunités d'investissement (non cotées) ?
 - Comment sélectionner les projets et les structures avec la rigueur financière nécessaire et les ressources suffisantes alors que les « tickets » d'investissement sont souvent très faibles ?
 - Comment mesurer vraiment l'impact social et le suivre dans le temps ?
 - Il peut aussi être nécessaire de privilégier les investissements cohérents avec les valeurs et autres projets portés par l'entreprise tout en évitant le mélange des genres qui consisterait à viser des fins commerciales ou communicationnelles sous couvert de démarche solidaire. La communication auprès des épargnants salariés et leur implication donneront davantage de ce sens à ces investissements.

- S'il n'y a pas de solution toute faite, la multiplication des initiatives dans de nombreux groupes laisse à penser que l'addition des savoir-faire dans l'entreprise et des ressources des épargnants salariés contribueront à soigner les « fractures sociales » de nos sociétés modernes.

L'ISR et le Solidaire. Contours...

Quelques chiffres...

- Au 31 décembre 2016, les encours d'épargne salariale totalisaient 122 milliards d'€ dont 74 milliards hors actionnariat salarié. Sur ce total, 23,6 milliards d'€ étaient **ISR**, soit **32% des encours diversifiés**. Les fonds solidaires d'épargne salariale représentaient 6,1 milliards d'€. Les deux ensemble se recoupant car 80% des fonds solidaires sont également ISR. Etant donné que réglementairement au minimum 5% et au maximum 10% des actifs de fonds 'Solidaires' sont investis dans des projets solidaires, **les encours effectivement investis dans l'économie solidaire avoisineraient 300 à 600 millions d'€**.

Quelles différences (ISR, Solidaire) ?

- **L'ISR ne remet pas en cause la recherche du profit, alors que dans le Solidaire l'utilité sociale prime sur la recherche du profit. L'investissement solidaire a une dimension sociale affirmée** (insertion par l'économie, logement très social...) et est encadré depuis les lois Fabius en 2001 et Hamon en 2014 (Loi d'économie sociale et solidaire). L'épargnant accepte d'abandonner une partie de la rentabilité.
- La typologie des investissements y est également différente ; généralement des **acteurs de petite taille, non cotés, sur le solidaire, présents dans l'économie sociale** et de l'autre sur l'ISR des **acteurs de grande taille émettant des titres de dette ou de capital souvent cotés et présents dans « l'économie de marché »**.

Quelles pratiques à l'étranger ?

- Si les investissements solidaires, sont particulièrement développés dans l'épargne d'entreprise en France, on ne trouve pas de véritable équivalent à l'étranger.
- En revanche, en matière d'ISR, les initiatives étrangères sont nombreuses. On notera par exemple le LuxFlag label au Luxembourg, ou encore l'approche retenue aux Pays-Bas. L'approche y est radicalement différente. La culture de l'exclusion (plutôt que du « best-in-class) dans le domaine de l'ISR y est prépondérante, malgré une culture du dialogue très prononcée. De même, ce n'est pas l'Etat, mais la Banque Centrale néerlandaise qui a réuni les grands investisseurs pour essayer de fixer des objectifs concrets avec pour dénominateur commun les 17 Objectifs du développement durable (ODD) définis par les Nations Unies pour l'horizon 2020-2030. A charge pour les investisseurs de privilégier tels ou tels de ces 17 objectifs concrets.
- La **France** a suivi une voie autre avec d'une part :
 - L'article 173 de la **loi dite de 'transition énergétique'** qui impose aux investisseurs institutionnels de **communiquer sur leur politique d'investissement et la dimension ISR de leurs portefeuilles**.
 - La création récente d'un **label ISR d'Etat qui permet de garantir la qualité des fonds ISR**. Loin de prendre parti pour telle ou telle approche, le label ISR d'Etat s'organise autour du tryptique :
 - Un processus d'investissement ISR clairement défini et « impactant »
 - Des ressources dédiées et identifiées au sein de la société de gestion pour analyser la dimension ISR des investissements considérés
 - Des indicateurs d'impacts ISR et un suivi assuré par un reporting adaptéLe sérieux de la démarche faisant l'objet d'un audit par un tiers indépendant (AFNOR ou Ernst & Young).

- A date, plus de 120 fonds, issus de plus de 25 sociétés de gestion et représentant plus de 20 milliards d'€ ont été labellisés.
- Au-delà des particularismes régionaux, on notera la création de Morningstar Sustainability qui s'est associé avec Sustainalytics pour noter les attributs ISR des fonds ou la création par MSCI d'indices ESG ainsi que de notations MSCI ESG Ratings qui fournissent une notation ISR des portefeuilles.

COMMENT SÉLECTIONNER LES INVESTISSEMENTS SOCIALEMENT RESPONSABLES ?

Quels outils à disposition des sociétés de gestion ? Quelle intégration de l'analyse ISR au processus de gestion ?

- Il existe un certain nombre d'agences de notation ISR (Vigeo, sustainalytics,...). Elles sont utiles mais ne doivent pas se substituer à l'analyse propre de la société de gestion. C'est d'ailleurs l'esprit du label ISR d'Etat qui exige que le gérant dispose de ressources propres pour effectuer ses analyses ISR.

Les pratiques varient d'une société de gestion à l'autre, à titre d'exemple :

- Franklin Templeton utilisera sa recherche propre couplée à des bases de données comme MSCI (MSCI Business Involvement Screening Research (BISR), MSCI Impact Monitor MSCI Intangible Value Assessment (IVA) Ratings). En revanche, la philosophie et le style de gestion à travers toutes les équipes restent inchangés. Les benchmarks ou les ratings (morningstar) ne dictent pas les choix et les gérants in fine restent libres de leurs décisions. L'approche ISR est intégrée depuis plus de 5 ans et inclut aussi bien les critères Environnementaux, Sociaux que de Gouvernance. L'approche ISR se veut positive et non d'exclusion sauf pour quelques exceptions évidentes telles les mines anti-personnelles, ou les armes biologiques et chimiques.
- RobecoSAM réalise sa propre recherche qui n'est pas vendue et que la société obtient directement auprès des entreprises qu'elle interroge. Les équipes de recherche n'ont donc pas « à plaire » au plus grand nombre et assument parfois des biais importants. La matérialité ISR prime dans le choix des critères utilisés. Par exemple, pour les Utilities, si l'empreinte carbone est prise en compte, d'autres dimensions sont également intégrées comme leur façon d'appréhender l'intelligence artificielle ou le cyber risque. Enfin, l'objectif des questionnaires ISR est aussi d'accompagner les entreprises dans la mise en place de leurs meilleures pratiques plus que de les juger à un instant donné.

Les « filtres » ISR doivent-ils être les mêmes quelles que soient les classes d'actifs et les processus de gestion ?

- Les objectifs d'investissement étant différents pour les actions et les obligations, l'analyse qui est faite doit l'être également.
- Sur l'obligataire, la priorité est d'être remboursé. C'est donc une analyse ISR orientée « risques » qui prime. Les critères ISR vont alors pouvoir informer sur des risques additionnels, procurer des signaux avant-coureurs.
- Sur les actions, les critères ISR devront davantage aider à détecter les opportunités d'investissement à long terme. Selon que le processus de gestion est plutôt qualitatif ou fondamental, les critères ISR interféreront davantage en amont du processus de sélection. A l'inverse, lorsque le processus de gestion sera plutôt

quantitatif, l'optimisation qui sous-tendra à la construction du portefeuille visera à s'assurer de la cohérence du portefeuille obtenu avec l'objectif ESG.

- Quant au comité du label ISR, s'il se garde de donner des directives, il réfléchit actuellement à faire évoluer le cahier des charges pour l'ouvrir à de nouvelles classes d'actifs comme l'immobilier ou le capital investissement.

L'ISR dans l'entreprise...

- L'exemple de Veolia est révélateur. Le groupe a choisi de proposer différents FCPE ISR pour le fonds Monétaire et le fonds Actions zone €. Pour le monétaire, il s'agissait d'une volonté historique du Groupe depuis l'origine du PEG : le fonds monétaire Veolia a obtenu le label du CIES . Pour le FCPE en actions, ce fut le fruit d'un travail collaboratif conduit en 2012 avec les organisations syndicales sur la mise en place d'une gamme de FCPE dédiés et en architecture ouverte. Deux sous-jacents ISR ont été sélectionnés après l'analyse de vingt réponses. **L'oral de sélection fut l'occasion de constater que chaque société de gestion auditionnée présentait sa propre « doctrine » ISR, nullement comparable avec celles des autres.**
- L'entreprise avec les représentants des membres du Conseil de Surveillance a décidé de retenir ceux des sociétés de gestion qui présentaient la meilleure offre financière, tout en préservant la nature ISR de l'investissement.
- Enfin, il convient de ne pas oublier que si l'entreprise sélectionne des investissements ISR pour son épargne salariale et que pour ce faire elle s'en remet aux analyses des agences de notation extra-financière et des sociétés de gestion, ces dernières doivent s'assurer de bien comprendre le business model, les contraintes, et les progrès environnementaux, sociaux et organisationnel faits et à faire par les entreprises qu'elles analysent.

Quels résultats pour les salariés...

- **L'ISR peut constituer une opportunité en matière de performance.** Ses contours évoluant parfois, il est parfois difficile d'en mesurer précisément ses effets. **Ce qui est sûr, c'est que le fait qu'un fonds soit ISR n'est pas une excuse valable à une sous-performance durable.** Un fonds ISR ne se résume pas à une démarche ISR : ses investissements résultent d'un processus de gestion, d'analyses, de positionnements thématiques ou stylistiques ; autant d'attributs qui contribuent à la performance.
- Robeco s'est efforcé de quantifier la contribution de l'ISR dans les performances. Les principales conclusions seraient que dans un tiers des cas les ajustements jouent positivement et dans 10% des cas négativement . L'innovation et la gouvernance sont les critères les plus utilisés. **La sélection de titres ISR permet surtout des sélectionner des titres offrant des croissances de marges et de chiffres d'affaires plus importantes. Contrairement à ce que l'on pourrait intuitivement imaginer, les filtres ISR ne réduisent pas forcément beaucoup les risques** (ce qui ferait par extension baisser les taux d'actualisation utilisés). Les attributs ISR expliqueraient environ 7% des valorisations globales.
- Pour l'entreprise et ses salariés, l'important n'est pas tant de considérer qu'un fonds ISR est meilleur dans l'absolu mais d'apprécier la capacité des sociétés de gestion à démontrer la cohérence de leurs convictions ISR, à rassurer sur le processus de « due diligence » des émetteurs qu'elles retiennent, en bref à faire la démonstration de leur bonne maîtrise de cette démarche.

COMMENT SÉLECTIONNER LES INVESTISSEMENTS SOLIDAIRES ?

Principes de fonctionnement

- Un fonds solidaire (aussi désigné '90/10') n'est investi qu'entre 5 et 10% en titres solidaires, c'est à dire auprès de structures non cotées ayant un impact social fort et – dans les cas des fonds d'épargne salariale – ayant reçu l'agrément ESUS (Entreprise Solidaire d'Utilité Sociale) . Il en résulte que 90% à 95% des actifs restant sont investis sur les marchés financiers (souvent avec une dimension ISR). Ce sont ces 90 à 95% d'actifs qui apportent à l'épargnant la rémunération, la liquidité et le niveau de risque qu'il recherche selon les classes d'actifs sélectionnées. Les 5 à 10% d'investissements solidaires qui n'ont pas vocation à être rémunérateurs sont donc globalement « indolores » pour l'épargnant tout en permettant d'apporter des ressources conséquentes aux acteurs de l'économie sociale.
- Les principales sociétés de gestion :
 - internalisent la compétence d'analyse des investissements solidaires pour investir en direct et non via des fonds externes
 - créent un fonds dédié (ou FPS : fonds professionnel spécialisé), qui centralise la majeure partie des investissements solidaires.
 - Ainsi les 5 à 10% strictement solidaires des fonds solidaires bénéficient d'une meilleure mutualisation du risque et de la liquidité.

Le triple défi d'investir « solidaire »

- Identifier des projets, « sourcer » les opportunités d'investissements solidaires.
 - L'identification se fait dans l'écosystème de l'économie sociale et solidaire (ESS) et via le réseau bancaire de proximité. Les fonds solidaires sont encore très peu connus et il est souvent difficile d'identifier les contacts chez les acteurs du solidaire.
 - Les projets doivent avoir un fort impact social et/ou environnemental, avec une priorité à l'insertion (emploi, création d'entreprise, logement) et à l'accompagnement de la dépendance (âge et handicap), prioritairement en France.
 - Chez BNP Paribas AM, la préférence est donnée aux structures existantes changeant d'échelle, confrontées à un besoin de financement lié à un projet de développement ; peu importe le statut de l'entité considérée. Un minimum de 3 à 5 ans d'activité est exigé ainsi qu'un business model mûr (pas de projets « start-up »).
- Sélectionner les projets.
 - Si le risque de bulle lié au fléchage d'une partie de l'épargne sur le solidaire semble écarté, il faut veiller à faire grandir l'épargne solidaire avec le secteur solidaire et à ne pas « surinvestir » dans les projets par rapport aux besoins.
 - Même la taille du secteur social et solidaire est difficile à estimer. L'Etat n'est pas en mesure de quantifier le nombre de sociétés disposant de l'agrément ESUS.
 - Si la peur de ne pas savoir où investir semble disparaître car les projets sont nombreux, la petite taille des projets (souvent entre 50 et 100K€) constitue un véritable obstacle car, que le montant à financer soit petit ou grand, les ressources requises pour l'analyse des investissements sont à peu près les mêmes.
 - Les projets font l'objet d'une analyse complète :
 - Analyse de l'impact social
 - Analyse financière rigoureuse. Le fait d'opérer dans le solidaire ne signifie pas que l'exigence soit moindre même si certaines spécificités de ces investissements devront être prises en compte pour bien mesurer le risque

- Analyse de la gouvernance : maintien de la mission sociale à long terme, efficacité du processus de décisions...
- Analyse du besoin de financement : s'assurer que l'entreprise solidaire disposera d'un outil de financement adapté (taille, liquidité, méthode de valorisation, ...) aux besoins de la structure solidaire. Depuis deux ans, on assiste d'ailleurs à une évolution des outils utilisés.

- **Mesurer l'impact social**
 - La mesure d'impact est importante pour deux raisons :
 - avoir une méthodologie qui permette d'analyser l'impact social pour faire ce qu'on dit faire et investir dans des projets à fort impact social ;
 - être outillé pour analyser et sélectionner les investissements. C'est un garantie pour l'épargnant et un enjeu de transparence.
 - **Le reporting dédié a vocation à faire prendre conscience et/ou rendre compte aux épargnants solidaires de l'utilité de leur placement.**
 - **La méthodologie développée au sein du Groupe BNP PARIBAS s'articule autour de deux axes :**
 - **Elle doit être adaptée aux secteurs considérés selon qu'il s'agit d'emploi, de logement, d'environnement En scindant les différents domaines d'action sociale, on crée des univers d'analyse homogènes.**
 - Les critères d'investissement et les indicateurs de suivi doivent répondre à trois questions :
 - qui sont les bénéficiaires ? (ex. dans le domaine de l'emploi, des salariés qui ne seraient pas employables dans l'économie marchande)
 - quels services, quels produits sont proposés pour répondre à quel besoin social ? quel impact sur les bénéficiaires et la société ?
 - Le suivi du risque et le reporting aux épargnants doivent répondre à la question « pourquoi et comment » ?
 - **Seule limite : les systèmes de mesure sont chers, longs à concevoir et mettre en place et certaines données nécessaires ne sont pas accessibles d'où aujourd'hui trop peu de données chiffrées.**

Des investissements solidaires qui riment avec le projet d'entreprise

- Comment intégrer des projets solidaires dans les dispositifs d'épargne salariale ?
 - **Ce qui est intéressant, à l'instar de ce que font différents grands Corporate, c'est de disposer d'un instrument d'investissement qui parle aux salariés porteurs de parts et aux membres des Conseils de Surveillance des FCPE. Qu'il existe une forme de lien, de cohérence, entre l'objet social de l'entreprise, les projets qu'elle porte, et l'investissement de ses salariés.** Les moyens pour y parvenir sont divers. Quant aux 90% restants, ils sont gérés à l'identique des poches obligataires et actions des fonds purs dans un souci de lisibilité et de simplicité dans la communication aux porteurs.
 - **Le but est d'assurer la cohérence entre le positionnement de l'entreprise (le travail des salariés) et les solutions d'utilisation de ces fonds.** Ainsi en créant chez Veolia POP UP, le groupe s'est retrouvé de plus en plus à travailler avec des entreprises sociales et solidaires (ESS) du fait des enjeux d'économie circulaire. Il s'est avéré légitime et logique de s'efforcer à ce que le fond d'épargne solidaire puisse investir en cohérence avec ces enjeux. Le groupe a ainsi créé le Veolia Social Club qui a pour vocation d'identifier et de sélectionner des projets solidaires portés par les différentes entités du groupe. L'analyse financière et d'impact social de ces structures solidaires est ensuite confiée à Natixis, gérant de la poche solidaire, qui est seul décisionnaire de leur intégration dans le FPS solidaire.