

Date : 02 Juin 2023

De : AMUNDI

A : Comité du Label ISR

Objet: Réponse à la consultation « Propositions du Comité du label ISR pour une refonte du référentiel »

AMUNDI accepte que la contribution soit publiée.

AMUNDI accepte d'être contacté afin de continuer à contribuer à la réflexion.

Agir en institution financière responsable est un principe fondateur d'AMUNDI et un engagement central de notre stratégie de développement. Au cours des dernières années, AMUNDI a continué de développer sa gamme de solutions d'investissement durable et est devenue un leader de l'investissement responsable. AMUNDI se classe numéro un en Europe avec environ 800 milliards d'euros d'actifs sous gestion en investissement responsable au 31 décembre 2022.

Executive Summary

Le label ISR est un label d'Etat généraliste reconnu, ce qui constitue un atout pour la Place financière française. **AMUNDI soutient pleinement l'ambition de proposer un label ISR français de qualité**, qui puisse continuer à être **une référence pour les clients** ainsi qu'**influencer** une potentielle convergence des labels **au niveau européen et international**. AMUNDI a participé activement à l'ensemble des travaux préparatoires à cette consultation.

AMUNDI a fortement soutenu le développement du Label ISR français avec 112 fonds labélisés qui représentent **236 Mds € d'encours**. La répartition par typologie de gestion est la suivante : gestion active 20% (EUR 48 Md), gestion passive 16% (EUR 38 Md) et gestion monétaire 64% (EUR 151 Md).

Le label ISR est donc une **réalité ancrée au sein de nos gestions ; aussi bien active, passive que monétaire**. Celles-ci participent et participeront à l'enjeu de la **réallocation des flux de capitaux vers une économie plus durable**.

Cependant, **nous souhaitons attirer votre attention sur les conséquences majeures des propositions actuelles** de refonte du label qui aboutiraient à restreindre massivement les univers d'investissement de fonds labélisés ISR.

Ainsi, en combinant l'ensemble des conditions envisagées et selon les hypothèses les plus conservatrices, **93% des entreprises sur un indice large de type MSCI ACWI et 70% des entreprises sur un indice concentré de type CAC 60 pourraient être exclues**.

Par ailleurs, **l'addition des différentes contraintes envisagées aboutirait à des réallocations sectorielles majeures au sein des univers d'investissement**, au détriment par exemple des entreprises du secteur de la santé ou du secteur financier au sein d'un indice actions européen.

Enfin, la combinaison des différentes contraintes introduirait des distorsions majeures dans la performance des produits en question : les réallocations sectorielles induites par les contraintes **modifieraient le profil de risque** en limitant la capacité à offrir des solutions diversifiées.

Cela soulève :

- **un enjeu structurel pour l'ensemble des typologies de gestion**, car cela favoriserait des approches très concentrées et donc incompatibles avec la construction de portefeuilles d'investissement équilibrés, autant en gestion active, passive que monétaire.
- **un enjeu spécifique pour la gestion passive** : si des indices très concentrés pourraient être constitués, ils ne correspondent pas au fonctionnement de la gestion passive qui vise à créer des solutions d'investissement fondées sur des économies d'échelle au bénéfice des clients finaux.
- **un enjeu pour les distributeurs** qui ont choisi le **Label ISR comme élément clef pour convaincre leur clientèle de particuliers de s'orienter vers l'investissement durable**.

En l'état des propositions actuelles, les propositions formulées pourraient faire du label ISR un produit de niche, dont les encours seraient investis dans des univers d'investissement restreints, alors que **l'objectif devrait être de faire des produits responsables avec des supports adaptés au plus grand nombre, permettant effectivement de flécher l'épargne vers les besoins de la transition**.

1. Impacts disproportionnés pour l'ensemble des gestions

L'addition de certains choix techniques proposés par le label ISR, notamment les nombreuses contraintes d'exclusion directes et indirectes, favorisent des approches très concentrées et donc incompatibles avec la construction de portefeuilles d'investissement, autant en gestion active, passive que monétaire.

En effet, pour illustration, selon des **simulations internes sur différents univers d'investissement (MSCI ACWI, MSCI Europe, CAC Large 60, BBG Global Corp)**, l'ensemble des contraintes (i.e. exclusions en cas d'émetteurs non-notés, en cas de non-équilibre de la notation ESG, pilier d'exclusions obligatoires E;S;G, exclusion en cas de plan de transition n'étant pas en ligne avec les exigences demandées, exclusion en cas de controverses, sélectivité de 30% en poids, etc...) **aurait un impact significatif de l'ordre de 70% à 95% d'exclusion des univers.**

Ci-dessous la synthèse des impacts individuels des contraintes (cf détails en Annexe #1) :

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus - Effets Individuels								
	MSCI ACWI		MSCI Europe		CAC Large 60		BBG Global Corp	
	#		#		#		#	
	Exclus	Poids	Exclus	Poids	Exclus	Poids	Exclus	Poids
Univers Initial	2883	100%	423	100%	60	100%	2802	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	14	0,2%	2	0,3%	0	0,0%	600	6,6%
Exclusion Equilibre note ESG [3.1.a]	1798	65%	271	62%	38	49%	1737	70%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids) [3.1.d]	1433	31%	148	31%	20	33%	827	30%
Exclusions Obligatoires [Annexe 7]	311	10%	26	10%	4	16%	198	8%
Exclusion Controverses [2.1.b.iii]	24	1%	5	1%	0	0%	4	0,1%
Exclusion Plan transition [Annexe 5]	1723	44%	162	33%	21	31%	981	30%

Ci-dessous la synthèse de l'addition des contraintes (cf détails en Annexe #1) :

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus								
	MSCI ACWI		MSCI Europe		CAC Large 60		BBG Global Corp	
	# Emetteurs		# Emetteurs		# Emetteurs		# Emetteurs	
	Exclus	Poids	Exclus	Poids	Exclus	Poids	Exclus	Poids
Univers Initial	2883	100%	423	100%	60	100%	2802	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	14	0,2%	2	0,3%	0	0%	600	7%
Exclusion Equilibre note ESG [3.1.a]	1789	65%	270	62%	38	49%	1327	66%
Exclusions Obligatoires (E,S,G) [Annexe 7]	134	5%	13	7%	1	8%	47	2%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids) [3.1.d]	396	8%	35	5%	8	9%	229	6%
Exclusion Controverses [2.1.b.iii]	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Exclusion Plan transition [Annexe 5]	384	15%	43	7%	4	4%	281	9%
Total Exclusions	2717	93%	363	81%	51	70%	2484	90%
Total Exclusions / univers initial	94%		86%		85%		89%	

Des hypothèses de priorisation des règles ont été prises. D'où le fait que les impacts (en termes de poids et en nombre d'émetteurs) sont plus faibles que lors de la simulation des impacts individuels de chacune des contraintes dans le tableau précédent car un même émetteur peut être impacté par plusieurs contraintes.

Exemple : lors de la simulation de l'addition des contraintes, la contribution de l'Exclusion Plan Transition de 15% pour le MSCI ACWI représente bien un impact individuel de 44%.

Il convient de souligner également l'impact significatif de l'addition de ces contraintes en termes de déformations sectorielles aboutissant à créer des portefeuilles qui ne seraient plus représentatifs de leur univers.

Pour illustration, selon des simulations internes sur différents univers d'investissement (MSCI ACWI, MSCI Europe, CAC Large 60, BBG Global Corp) :

Label ISR V3 - Déformations Sectorielles versus les indices parents								
Secteurs	MSCI ACWI		MSCI Europe		CAC Large 60		BBG Global Corp	
	Simulation 1	Simulation 2	Simulation 1	Simulation 2	Simulation 1	Simulation 2	Simulation 1	Simulation 2
Communication Services	-2%	-8%	0%	-3%	0%	-3%	-1%	-7%
Consumer Discretionary	-4%	10%	2%	18%	8%	25%	-4%	8%
Consumer Staples	-1%	22%	3%	26%	2%	15%	-1%	18%
Energy	-5%	-5%	-6%	-6%	-8%	-8%	-3%	6%
Financials	13%	-2%	10%	-12%	6%	-9%	21%	-28%
Health Care	4%	-12%	-4%	-16%	2%	-11%	2%	-8%
Industrials	-3%	12%	-2%	7%	-5%	0%	-3%	11%
Information Technology	4%	-17%	3%	-6%	4%	-1%	0%	-1%
Materials	-3%	-2%	-4%	-4%	-6%	-6%	-2%	-1%
Real Estate	-1%	4%	0%	1%	0%	0%	-3%	8%
Utilities	-2%	-2%	-1%	-3%	-3%	-3%	-6%	-6%

Simulation 1: toutes contraintes hors "Exclusion Equilibre note ESG [3.1.a]"

Simulation 2: toutes contraintes incluant "Exclusion Equilibre note ESG [3.1.a]"

Plus spécifiquement, l'exclusion systématique des émetteurs n'ayant pas un plan de transition suffisamment robuste¹ [2.1.a.i et Annexe 5] aurait déjà, de manière indépendante, un impact significatif en termes de construction de portefeuille ;

Selon des simulations internes sur différents univers d'investissement, les émetteurs des secteurs à fort impact climatique n'ayant pas de plan de transition suffisamment crédible pour être alignés avec un scénario de réchauffement de +1.5°C, représenteraient en moyenne 37% des univers, avec des pointes à 55-60% sur des univers Emergent et Japon et même 85% sur un univers thématique **Water**.

Cette règle serait même particulièrement exclusive sur des stratégies qui respectent pourtant les règles des labels européens **Climate Benchmarks PAB²** et **CTB**, pourtant alignés sur l'Accord de Paris, par la réduction de l'intensité carbone et les objectifs d'auto décarbonation.

L'évaluation des plans de transition a besoin d'être faite « en amont » par celui qui va prendre la décision. Le gérant d'actif se devra de mettre en place un modèle interne afin d'évaluer les plans de transition des émetteurs, quelle que soit la typologie de gestion (active, passive, déléguée, etc.).

¹ En l'absence d'un cadre précis afin de définir la robustesse d'un plan de transition, il a été utilisé dans les simulations une hypothèse majorante lié au critère « *SBTi Approved 1.5°C* »

² PAB : Paris Aligned Benchmark, CTB : Climate Transition Benchmark

Chaque société de gestion aura une méthodologie propre, se basant potentiellement sur des **données propriétaires**. A ce titre, **cette méthodologie n'est ni externalisable ni répliquable dans les méthodologies des fournisseurs d'indices ou dans celles de gérants tiers** (i.e. la SGP ne pouvant devenir « fournisseur de données » auprès des fournisseurs d'indices).

Pour la gestion indicielle, la SGP **devrait donc se reposer sur de potentielles méthodologies d'évaluation des plans de transition qui seraient développées par chaque *index provider***. Au-delà de la décision qui leur incombera, cette situation occasionnerait (i) une non-homogénéité entre *index providers*, (iii) une non homogénéité entre SGP et ces *index providers*, en termes d'évaluation et donc de titre à exclure, entre la gestion active et la gestion passive.

Cet état de fait ne fera qu'augmenter les risques d'accusations de *greenwashing* et d'incompréhension client et donc, *in fine*, de ralentissement de la prise en compte des enjeux liés à la transition.

AMUNDI considère que les nombreuses exclusions obligatoires liées aux piliers « Plan de Transition » et « Environnemental » s'opposent au besoin de réallocation du capital vers des entreprises en transition (celles-là mêmes qui ont le plus besoin de financements), ou qui doivent faire la transition.

Gérer la transition n'est pas exclure purement et simplement, les activités qui ne peuvent répondre aujourd'hui à tous les critères requis. En effet, il **est indispensable de considérer les activités dont la transition s'effectue sur une durée longue et de leur apporter un accompagnement adapté afin de leur permettre de repenser leur organisation et leur fonctionnement au regard de nouveaux enjeux extra-financiers et/ou d'opérationnaliser les transformations déjà décidées.**

AMUNDI soutient pleinement les actions d'engagement avec les émetteurs, cependant la demande de multiplicité de ces actes (i.e. liés aux sujets : plan de transition, controverse, 30% des moins bien notés dans l'approche en amélioration de note, etc.) **favorise la quantité d'engagement sur la qualité, pour l'ensemble des portefeuilles diversifiés en termes de nombres d'émetteurs.**

En effet, le nombre d'émetteurs classifiés en secteurs « à fort impact climatique » se compte par centaines dans des univers classiques (MSCI Europe – 263 émetteurs – 70%, S&P500 – 333 émetteurs – 60%, CAC Large 60 – 42 émetteurs – 82%) et par milliers dans des univers large type ACWI par exemple (MSCI ACWI – 1906 émetteurs – 62%), ce qui **engendrerait un nombre d'engagement potentiellement considérable et donc avec un effet moindre si les ressources ne sont pas adaptées (i.e. quantité versus qualité).**

2. Spécificité de la gestion passive et prise en compte des enjeux dans le cadre de la refonte du label ISR

Certains choix techniques proposés par le label ISR remettraient en cause la capacité de la gestion passive à pouvoir être labélisée ISR, qui est pourtant l'un des piliers de la gestion d'actifs contribuant de manière substantielle à la réallocation des flux de capitaux vers des solutions durables et climatiques labélisées ISR.

AMUNDI est convaincue de la nécessité d'avoir un label ISR ambitieux. Pour cela, il convient de s'assurer que les décisions puissent être compatibles avec la gestion passive, dans la mesure où il n'est pas forcément possible de déployer les mêmes mécanismes dans le cadre de la gestion passive que dans la gestion active.

En particulier ;

- Poids minimum de 20% sur chaque pilier E, S et G au sein de la note ESG [3.1.a]
- Engagement obligatoire sur les plans de transition et rétroaction en gestion [2.1.a.i et Annexe 5]
- Engagement obligatoire sur les controverses et rétroaction en gestion [2.1.b]
- Exclusion systématique des émetteurs n'ayant pas un plan de transition suffisamment robuste [2.1.a.i et Annexe 5]

Nous souhaitons rappeler que la gestion passive a connu une croissance forte et régulière de 15% par an au cours des 10 dernières années. Les analystes prévoient une croissance encore soutenue dans les prochaines années pour tous les types d'investisseurs, et notamment des investisseurs particuliers. En effet, ces derniers devraient continuer à alimenter la croissance de l'industrie européenne des ETF dans les années à venir, et leur part s'accroître dans la composition des investisseurs des ETF notamment via les plateformes et services en ligne.

Cette croissance est portée notamment par les éléments suivant :

- L'environnement de marché incertain
- L'environnement réglementaire de plus en plus contraignant et globalement favorable à la **gestion passive** (par exemple les contraintes grandissantes en matière de transparence sur les produits et leur stratégie, ainsi que sur les frais, etc..)
- Le développement de nouveaux canaux de distribution et de nouvelles façons d'épargner et d'investir alors que la digitalisation est une tendance de fond
- Des évolutions dans la nature des investisseurs, leurs besoins et leurs comportements (nouvelles générations d'investisseurs « plus connectées », tendance des investisseurs à construire de plus en plus des portefeuilles à long terme en utilisant les ETF, besoin de flexibilité etc.)
- La « révolution ESG » où la flexibilité et les qualités intrinsèques des ETF représentent un excellent moyen de démocratiser l'accès à l'investissement ESG et de réorienter les flux de capitaux vers l'investissement durable et favorable au climat
- La capacité des ETF à traverser avec succès les crises de marché (par exemple les ETF ont démontré leur résilience lors de la récente crise du Covid ainsi que pendant les turbulences géopolitiques, en aidant également les investisseurs à gérer les risques de liquidité et à réorienter rapidement leurs portefeuilles).

Plus spécifiquement concernant la part des particuliers :

- **celle-ci est amenée à croître, en particulier via les solutions « intermédiaies »** (par exemple gestion conseillée, gestion sous mandat, fonds de fonds ...) mais aussi via des investissements directs (canaux de distribution digitale et des services d'épargne personnelle, comme l'épargne financière et retraite, qui sont un vecteur de croissance très fort pour la distribution ETF)
- **les caractéristiques intrinsèques de l'ETF en font un outil adapté à ces tendances de marché** (soit en direct soit dans des solutions pilotées) : simplicité et clarté de l'objectif de gestion, transparence du produit/actifs et structure, praticité et accessibilité pour investir rapidement sur les marchés financiers et bénéficier de la cotation en bourse, frais réduits.)
- **les gammes des ETF aujourd'hui sont très larges et répondent parfaitement aux attentes des investisseurs.** Les ETF peuvent répondre à tous les besoins des investisseurs en les aidants à se positionner sur toutes les classes d'actifs/zones géographiques/expositions/secteurs (inflation/taux), l'ESG (incluant les thématiques) et le climat.

A noter que la Commission européenne a reconnu l'importance de la gestion passive dans l'atteinte des objectifs de l'Accord de Paris par l'introduction des indices Climatiques CTB et PAB.

3. Un mouvement de délabélisation mettrait en difficulté la stratégie de distribution d'un certain nombre d'acteurs ayant des gammes labélisées ISR, à destination des clients particuliers

L'une des ambitions du label ISR était de mettre en place un « tiers de confiance externe » afin d'inciter les épargnants à se diriger vers des investissements durables, soit en direct soit via des propositions de multi-gestion (i.e. construction d'allocations diversifiées ISR).

A ce titre, de nombreux acteurs (gérants d'actifs, banques, assurances, ...) se sont appuyés sur ce socle de qualité afin de mettre en place une nouvelle génération de gamme d'épargne 100% labélisée ISR, en « architecte ouverte ».

Ces gammes « responsables » sont donc construites à partir de briques élémentaires ISR sélectionnées auprès de sociétés de gestion reconnues, permettant une offre couvrant les principales classes d'actifs, zones géographiques et tailles de capitalisations, et ainsi composer des portefeuilles financiers diversifiés.

Ces gammes ne sont plus uniquement destinées aux segments de clientèle haut de gamme et à la banque privée, mais bien aux clients particuliers via les banques de réseaux.

Comme explicité dans cette note, certains choix techniques pourraient avoir pour conséquence un mouvement de délabélisation sur le marché français qui :

- remettrait en cause ces stratégies de distributeurs qui n'auraient plus accès à suffisamment de « briques élémentaires » permettant de construire ces gammes et/ou allocations,
- aurait un impact non négligeable au sein des gérants d'actifs pour leurs gestions diversifiées (multi-asset) et gestion sous-mandat, qui ont besoin de briques ISR, d'où l'importance de ne pas limiter l'univers des possibles expertises³,
- diminuerait le champ de fonds potentiellement éligibles au titre du futur Plan d'Épargne Avenir Climat (PEACE).

Nous pensons que ces conséquences iraient à l'encontre de l'ambition commune de permettre aux clients particuliers d'engager une réallocation des capitaux vers produits financiers soutenant des entreprises porteuses de solutions durables.

³ Par extension, une reconnaissance, à minima, de l'ensemble des labels Français, dont le label Greenfin dans le cadre de la multigestion ISR serait souhaitable.

4. Aspects techniques et propositions AMUNDI

Les enjeux explicités ci-dessous sont uniquement les enjeux les plus critiques et ont été classifiés par ordre de criticité (i.e. l'enjeu #1 étant le plus critique)

Enjeu #1: Poids minimum de 20% sur chaque pilier E, S et G au sein de la note ESG [3.1.a]

Positions AMUNDI :

AMUNDI n'est pas en ligne avec cette proposition dans la mesure où la règle prévue ne **se base sur aucune notion d'approche sectorielle de la matérialité**, et il existe une impossibilité d'appliquer cette règle à une « recherche externe » et notamment aux fournisseurs de données ESG externes.

De plus, la prise en compte de l'ensemble des PAI traite à notre sens l'enjeu d'exclusion des émetteurs qui serait des *laggards* sur des critères spécifiques.

Notre proposition serait que les SGP se doivent de pouvoir justifier par des analyses, au vu des enjeux identifiés, chaque matrice de matérialité sectorielle (i.e. les pondérations des contributions des piliers E, S et G dans la construction du rating ESG d'un émetteur), utilisées au sein de leur recherche.

Enjeu #2: Engagement obligatoire sur les plans de transition et rétroaction en gestion [2.1.a.i et Annexe 5] + Engagement obligatoire sur les controverses et rétroaction en gestion [2.1.b]

Positions AMUNDI :

AMUNDI soutient pleinement les actions d'engagement avec les émetteurs mais est contre le fait d'imposer une règle d'automatisme de vente des titres.

L'**acte de gestion systématique** par la vente du titre en cas d'échec des actions d'engagement avec les émetteurs ne nous semble **pas forcément la meilleure solution** car il empêche toute action future vis-à-vis de ces émetteurs.

De plus, cette règle d'engagement n'est pas praticable en gestion passive.

En effet :

-spécifiquement pour la gestion passive, les fournisseurs d'indices externes ne s'engagent pas en leur nom propre avec les émetteurs, sauf sur les sujets de *disclosures*. Il faudrait nécessairement que les actions d'engagement soient prises au niveau de la SGP.

Les actions d'engagement sont prises par AMUNDI selon ses propres évaluations, et non directement en lien avec les évaluations qui pourraient être faites par un fournisseur externe dans le cadre des méthodologies d'indices.

-les conclusions sont assez similaires à la prise en compte des enjeux climatiques décrits en 2.1.a pour l'intégration des controverses dans le processus d'investissement.

Si les agences de notation ESG disposent généralement de comités et processus répondant aux exigences du label, la mise en place d'un dispositif d'engagement AMUNDI en lien avec une évaluation de des *index providers* rencontrerait les mêmes difficultés : absence d'engagement des fournisseurs ESG, sources différentes en cas d'engagement par AMUNDI, volumétrie, boucles de rétroaction en gestion etc.

Enjeu #3: Exclusions liées aux plans de transition [2.1.a.i et Annexe 5]

Position AMUNDI :

AMUNDI soutient l'ambition de mieux intégrer les enjeux de « transition » au sein du Label ISR, mais ne soutient pas la règle d'exclusion telle que mentionnée.

En effet, il convient de s'assurer que la prise en compte de la dimension « transition » (i) ne s'oppose pas à des contraintes d'exclusions trop restrictives, (ii) de continuer à participer à la transformation en profondeur de notre économie, (iii) de garder le label ISR français généraliste

- Il convient d'articuler cette ambition relative à la transition avec une certaine progressivité ainsi qu'avec les actions d'engagements que peuvent avoir les sociétés de gestion.
- Il convient de faire référence à un cadre ambitieux afin de définir un concept de « Plan de Transition » et **d'imposer aux sociétés de gestion une obligation de moyens** de la démonstration d'alignement avec ce cadre. Il ne nous semble pas du ressort du Comité du label ISR de sélectionner les références/cadres privés ou publics compatibles ou non avec ce cadre ambitieux mais de déléguer à l'AFG de définir un cadre commun d'analyse de la robustesse d'un plan de transition (i.e. travaux en cours).
- **A ce titre, nous proposons que l'Annexe 5 « informations à fournir concernant la prise en compte des enjeux climatiques » :**
 - **ne se réfère pas à une obligation d'exclusion mais à (i) une obligation de moyens d'évaluer les plans de transition des émetteurs et (ii) de reporting,**

- supprimer la mention « *le cas échéant, des attestations d'assurance ou de vérification des indicateurs produits par des organisations tierces externes.* ». Cette pratique n'étant pas développée à ce jour,
- supprimer la mention « *Une attention particulière sera portée à la bonne appréciation des enjeux relatifs aux émetteurs du secteur financier* », ne voyant pas l'objet,
- supprimer la mention « *Un fonds qui ferait le choix de ne pas utiliser les outils et cadres de référence listés ci-dessus alors qu'ils sont disponibles doit donner une explication précise et convaincante de ce choix qui fera l'objet d'une attention très particulière de la part du certificateur* ».

Enjeu #4: Sélectivité de 30% des émetteurs en poids [3.1.d]

Positions AMUNDI :

AMUNDI soutient le passage du taux de sélectivité et d'amélioration de note de 20% à 30%.

Cependant, la suppression de la règle en nombre d'émetteur nous semble trop restrictive et pouvant provoquer un risque important pour les allocations à bases d'univers large ainsi qu'un risque non négligeable quant à la transposition future de cette règle dans la doctrine AMF 2020-03.

De plus, par souci d'homogénéité, il conviendrait de pouvoir inclure les exclusions de l'Annexe 7 au sein du calcul des 30% d'amélioration de note.

En effet :

Les conséquences immédiates de l'annulation de la règle en nombre d'émetteur seraient :

- un impact très important sur les portefeuilles *Equity* très larges, avec une forte disparité des poids, type MSCI ACWI, où plus de la moitié des émetteurs seraient exclus
- de même un impact très important pour des fonds thématiques basé sur des univers type ACWI IMI (par exemple)
- la méthode de sélectivité en pondération aura tendance à défavoriser les petites capitalisations car elles sont souvent moins bien notées et pèsent moins dans les indices et univers

Enjeu #5: Exclusions [Annexe 7]

Position AMUNDI :

AMUNDI est défavorable à traiter l'enjeu de la transition par uniquement une vision d'exclusions.

AMUNDI est favorable à des exclusions basées sur des principes de traités internationaux ainsi que d'accords de place. En complément il convient de demander aux acteurs de la gestion d'actif d'avoir des **politiques d'exclusions sur les thématiques citées par le Comité du label (charbon, fossile non conventionnel, tabac, droit humain, etc...)**. Cependant, **il est important que les sociétés de gestion procèdent à leur propres due diligences puisqu'elles ont un devoir fiduciaire, et qu'elles décrivent publiquement leurs engagements.**

Il convient enfin de déléguer à l'AFG ou à l'IFD le soin de trouver un consensus de place sur les sujets « environnementaux » les plus sensibles.

En effet :

- l'introduction de nombreuses **exclusions obligatoires via des références d'ONG sur les thématiques les plus complexes comportent de nombreuses limites et biais connus**
- **accompagner la transition n'est pas exclure des activités qui ne peuvent répondre aujourd'hui à tous les critères requis.** Ainsi, à ce jour, l'économie n'est pas verte, ni durable (ex : les activités alignées à la taxonomie verte représentent au mieux moins de 10% de l'univers d'investissement, sachant que l'économie cotée se situe autour de 5% en moyenne, avec de très fortes disparités d'un secteur à l'autre).

Si l'interprétation de l'écosystème est que seules les entreprises déjà alignées méritent d'être investis, alors nous manquerons l'occasion de transférer du capital vers des entreprises en transition (celles-là mêmes qui ont le plus besoin de financements), ou qui doivent faire la transition.

En effet, il est indispensable de considérer les activités dont la transition s'effectue sur une durée longue et de leur apporter un accompagnement adapté afin de leur permettre de repenser leur organisation et leur fonctionnement au regard de nouveaux enjeux extra-financiers et/ou d'opérationnaliser les transformations déjà décidées.

- il convient de rappeler **qu'une gestion ne s'effectue pas uniquement par les exclusions.** Plus il y a d'exclusions et de contraintes, **moins il y a de diversification** en termes de construction de portefeuilles et **plus il y a de risques pour le client final.**

Enjeu #6: Contrôle de l'univers d'investissement [2.1.a.iii et Annexe 6]

Position AMUNDI :

AMUNDI est réservé quant à la mise en place de cette méthodologie de contrôle de l'univers d'investissement ; trop complexe opérationnellement par rapport à la pertinence apportée.

En effet :

- il paraît difficile de dire que l'univers de gestion est celui du portefeuille au cours des 5 dernières années (outre les fonds récents, les marchés évoluent et la gestion a pu privilégier certains secteurs par exemples pendant 4 ans puis rien ensuite),
- il semble compliqué sur les fonds actifs pour lesquels la moyenne des expositions secteurs / géographie / capitalisation n'est pas nécessairement parlante, et encore moins la moyenne des expositions passées,
- cela alourdit le calcul opérationnel des univers (i.e. recalcule annuel les poids moyens sur les 5 dernières années dans les portefeuilles et les appliquer dans l'univers),
- si certains buckets sont très fins par rapport à d'autres, il peut y avoir des titres très peu représentés dans l'univers,
- cela peut permettre de limiter les biais en moyenne mais en étant toujours en retard,
- enfin, au-delà du suivi financier, la performance financière des univers d'investissement est également suivie par les SGP pour mesurer la valeur apportée par la sélection de titres et l'allocation sectorielle / géographique dans l'univers d'investissement. Quid de la pertinence de cet exercice si les poids ne sont pas stables et reflètent les positions en portefeuilles ? Nous devons avoir une seule référence univers commune utilisée pour le suivi financier et pour le suivi extra-financier.

Enjeu #7: Prise en compte de la double matérialité et PAI [1.b]

Position AMUNDI :

AMUNDI est favorable à l'introduction d'une obligation de prendre en compte la double matérialité.

Ce faisant, et même si le Comité du label a essayé de prendre en compte l'enjeu de la disponibilité de la donnée actuelle et future via la mise en place d'un calendrier progressif en ce qui concerne le taux de couverture des indicateurs de surperformance, il convient à notre sens de réévaluer celle-ci à la lueur des discussions actuelles concernant les ESRS.

En effet :

- l'estimation de la faisabilité est étroitement liée à la disponibilité des données sur les principaux indicateurs (PAI) en vertu du règlement de l'UE sur la divulgation des informations financières durables (SFDR),
- l'application de CSRD doit permettre une meilleure couverture des indicateurs parmi les PAI obligatoires. Néanmoins, celle-ci ne sera effective pour les entreprises qu'à partir de début 2025 (donc données disponibles pour les investisseurs à partir de début 2026), rendant difficile d'atteindre les taux de couverture demandés avant fin 2025. Elle ne concerne par ailleurs que les entreprises dans le périmètre ce qui pourrait limiter la couverture de certains portefeuilles. Par ailleurs, des réflexions sont en cours pour limiter la publication de ces indicateurs par les entreprises à une étude de matérialité. Cela limiterait de facto la disponibilité de la donnée et pourrait rendre difficile l'atteinte de ces pourcentages,
- **à ce jour, ce risque de *data gap*, même s'il est déjà identifié, devient désormais un risque beaucoup plus prononcé voire structurel.**

En effet, nous comprenons qu'il y pourrait y avoir un retour en arrière au niveau de la Commission Européenne sur le projet d'acte délégué concernant les ESRS et l'obligation de diffusion obligatoire des indicateurs PAI par les émetteurs. L'ESRS serait alors entièrement basé sur la simple matérialité alors que SFDR ne l'est pas, ni le label ISR.

- **enfin, il convient de tenir compte des différents types d'émetteurs (entreprises, agences, supra et Etats). En effet les PAI et les niveaux de couvertures peuvent différer en fonction de la nature de l'émetteur.**

Enjeu #8: Assurer l'intégration des fonds thématiques ESG [Annexe 6, 2nd partie]

Position AMUNDI :

AMUNDI soutient la proposition.

En outre, merci de trouver en Annexe #2 nos compléments.

ANNEXE #1 - Simulations des contraintes

Les simulations ont été effectuées sur bases des matrices de matérialité, des notations ESG et des identifications de controverses sévères et répétées de MSCI.

Certaines hypothèses pourraient être majorantes ;

-En l'absence d'un cadre précis afin de définir la robustesse d'un plan de transition, il a été utilisé dans les simulations une hypothèse liée au critère « SBTi Approved 1.5°C ».

-La volatilité des résultats liée à l'« Exclusion Equilibre note ESG [3.1.a] » peut être importante suivant la source des matrices de matérialité, propre à chaque acteur.

Univers MSCI ACWI :

- Impacts individuels de chacune des contraintes :

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus - Effets Individuels		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	2883	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	14	0,2%
Exclusion Equilibre note ESG	1798	65%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	1433	31%
Exclusions Obligatoires	311	10%
Exclusion Controverses	24	1%
Exclusion Plan transition	1723	44%

- Impact du cumul de l'ensemble des règles⁴ :

Il est constaté une évolution de la « sélectivité globale » de 4% (ie approche Label ISR V2 en nombre d'émetteurs) à 93% (ie approche Label ISR V3, en poids)

Label ISR V2 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers initial	2883	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	14	0,2%
Exclusions par le score ESG (20% en nb d'émetteurs)	575	4%
Total Exclusions	589	4%

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	2883	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	14	0,2%
Exclusion Equilibre note ESG	1789	65%
Exclusions Obligatoires	134	5%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	396	8%
Exclusion Controverses	0	0%
Exclusion Plan transition	384	15%
Total Exclusions	2717	93%
Total Exclusions / univers initial	94%	

⁴ Des hypothèses de priorisation des règles ont été prises d'où le fait que les impacts (en termes de poids et en nombre d'émetteurs) sont plus faibles que lors de la simulation des impacts individuels de chacune des contraintes.

Univers MSCI Europe :

- Impacts individuels de chacune des contraintes :

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus - Effets Individuels		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	423	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	2	0,3%
Exclusion Equilibre note ESG	271	62%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	148	31%
Exclusions Obligatoires	26	10%
Exclusion Controverses	5	1%
Exclusion Plan transition	162	33%

- Impact du cumul de l'ensemble des règles⁵ :

Il est constaté une évolution de la « sélectivité globale » de **14%** (ie approche Label ISR V2 en nombre d'émetteurs) à **81%** (ie approche Label ISR V3, en poids)

Label ISR V2 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers initial	423	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	2	0,3%
Exclusions par le score ESG (20% en nb d'émetteurs)	85	14%
Total Exclusions	87	14%

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	423	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	2	0,3%
Exclusion Equilibre note ESG	270	62%
Exclusions Obligatoires	13	7%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	35	5%
Exclusion Controverses	0	0,0%
Exclusion Plan transition	43	7%
Total Exclusions	363	81%
Total Exclusions / univers initial	86%	

⁵ Des hypothèses de priorisation des règles ont été prises d'où le fait que les impacts (en termes de poids et en nombre d'émetteurs) sont plus faibles que lors de la simulation des impacts individuels de chacune des contraintes

Univers CAC Large 60 :

- Impacts individuels de chacune des contraintes :

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus - Effets Individuels		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	60	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	0	0,0%
Exclusion Equilibre note ESG	38	49%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	20	33%
Exclusions Obligatoires	4	16%
Exclusion Controverses	0	0,0%
Exclusion Plan transition	21	31%

- Impact du cumul de l'ensemble des règles⁶ :

Il est constaté une évolution de la « sélectivité globale » de 14% (ie approche Label ISR V2 en nombre d'émetteurs) à 70% (ie approche Label ISR V3, en poids)

Label ISR V2 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers initial	60	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	-	0%
Exclusions par le score ESG (20% en nb d'émetteurs)	12	14%
Total Exclusions	12	14%

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	60	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	0	0,0%
Exclusion Equilibre note ESG	38	49%
Exclusions Obligatoires	1	8%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	8	9%
Exclusion Controverses	0	0%
Exclusion Plan transition	4	4%
Total Exclusions	51	70%
Total Exclusions / univers initial	85%	

⁶ Des hypothèses de priorisation des règles ont été prises d'où le fait que les impacts (en termes de poids et en nombre d'émetteurs) sont plus faibles que lors de la simulation des impacts individuels de chacune des contraintes

Univers S&P 500 :

- Impacts individuels de chacune des contraintes :

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus - Effets Individuels		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	503	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	1	0,1%
Exclusion Equilibre note ESG	325	68%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	124	30%
Exclusions Obligatoires	49	8%
Exclusion Controverses	1	0%
Exclusion Plan transition	276	42%

- Impact du cumul de l'ensemble des règles⁷ :

Il est constaté une évolution de la « sélectivité globale » de 28% (ie approche Label ISR V2 en nombre d'émetteurs) à 96% (ie approche Label ISR V3, en poids)

Label ISR V2 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers initial	503	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	1	0,1%
Exclusions par le score ESG (20% en nb d'émetteurs)	112	28%
Total Exclusions	113	28%

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	503	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	1	0,1%
Exclusion Equilibre note ESG	324	68%
Exclusions Obligatoires	14	3%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	34	10%
Exclusion Controverses	0	0,0%
Exclusion Plan transition	94	14%
Total Exclusions	467	96%
Total Exclusions / univers initial	93%	

⁷ Des hypothèses de priorisation des règles ont été prises d'où le fait que les impacts (en termes de poids et en nombre d'émetteurs) sont plus faibles que lors de la simulation des impacts individuels de chacune des contraintes

Univers BBG Global Corp :

- Impacts individuels de chacune des contraintes :

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus - Effets Individuels		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	2802	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	600	7%
Exclusion Equilibre note ESG	1737	70%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	827	30%
Exclusions Obligatoires	198	8%
Exclusion Controverses	4	0,1%
Exclusion Plan transition	981	30%

- Impact du cumul de l'ensemble des règles⁸ :

Il est constaté une évolution de la « sélectivité globale » de 19% (ie approche Label ISR V2 en nombre d'émetteurs) à 90% (ie approche Label ISR V3, en poids)

Label ISR V2 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers initial	2802	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	600	7%
Exclusions par le score ESG (20% en nb d'émetteurs)	468	12%
Total Exclusions	1068	19%

Label ISR V3 - Emetteurs Exclus		
	# Emetteurs Exclus	Poids
Univers Initial	2802	100%
Exclusion Emetteurs non-notés	600	7%
Exclusion Equilibre note ESG	1327	66%
Exclusions Obligatoires	47	2%
Exclusions par le score ESG (sélectivité 30% en poids)	229	6%
Exclusion Controverses	0	0%
Exclusion Plan transition	281	9%
Total Exclusions	2484	90%
Total Exclusions / univers initial	89%	

⁸ Des hypothèses de priorisation des règles ont été prises d'où le fait que les impacts (en termes de poids et en nombre d'émetteurs) sont plus faibles que lors de la simulation des impacts individuels de chacune des contraintes

ANNEXE #2 - Intégration des fonds thématiques ESG

1. Construction d'univers thématiques

1.1 Nous sommes convaincus que l'appartenance de chaque valeur à un univers thématique doit être objectivée. Définir un univers thématique global non durable pouvant servir d'univers intermédiaire est dans la plupart des cas possible même si pas forcément simple, et dans certain cas impossible,

Une des principales valeurs ajoutées d'un fonds thématique est précisément de capturer une exposition à la croissance d'une mégatendance de long terme (sociétale, technologique, démographique, environnementale, etc...), ou de poursuivre un objectif non-financier (revenus verts, respect de la biodiversité, égalité hommes-femmes dans l'entreprise, etc...) auxquels une approche sectorielle classique ne peut répondre car le « thème » ne fait pas appel à un ou plusieurs secteurs complets mais combine des activités économiques voire des niches qui font partie de multiples secteurs. Il est donc difficile de créer un univers théorique intermédiaire pertinent lié à l'objectif d'investissement.

Pour exemples d'illustration :

- **Dans un ETF Gender Equality le portefeuille est sélectionné directement dans un univers Large et Mid caps, il serait compliqué de créer un univers thématique intermédiaire correspondant à la stratégie.** En effet la sélection des composants s'effectue sur la base d'un classement indépendant des sociétés appartenant à l'ensemble des secteurs de l'économie au-delà d'un seuil minimum de capitalisation boursière, sur la base d'un indicateur de l'égalité dans l'entreprise dont la méthodologie est transparente. Une politique d'exclusion est ensuite appliquée. En revanche il n'existe pas d'univers intermédiaire pertinent, ni sectoriel, ni lié à l'objectif d'investissement (correspondant à la notion théorique d'univers thématique), et l'amélioration ESG ne peut s'apprécier que par rapport à l'ensemble du marché.
- **Un fonds thématique qui couvre un univers restreint et non l'ensemble des secteurs de la place n'est pas éligible aujourd'hui, alors même qu'il applique un processus ESG et à Impact strict.** En effet, ces fonds qui, de par la définition de leur thème, auraient un univers de départ très restreint et pour lesquels les critères de sélectivité ou d'amélioration de notes ne pourraient pas s'appliquer (exemple : un fonds de type Equity Listé « Impact Social sur l'éducation » n'est pas éligible car exposé à un univers concentré),
- **Dans le cas d'un fonds sur les énergies renouvelables : l'univers intermédiaire du thème n'est pas un simple univers d'énergéticien car le « thème » est par nature transverse entre les secteurs.** Typiquement pour les « clean energies » ou « new energies » l'univers source comprend les secteurs Energy (Pétrole et Gaz), Utilities, Industry (exemple Schneider, Vestas), Materials (chaîne de la valeur de la batterie), Information Technology (exemple pour les smart grids, smart meters, etc..), et encore d'autres secteurs.

1.2 L'utilisation seule du chiffre d'affaires comme critère d'objectivation de l'appartenance d'une entreprise à une thématique est réductrice et non adaptée pour certaines thématiques, et pourrait être une **entrave à l'innovation**.

Au-delà du fait qu'il existe plusieurs mesures de chiffre d'affaires qui peuvent être utilisées dans la construction de stratégie d'investissement (ie chiffre d'affaires brut sectoriel à des niveaux sous-sectoriels granulaires, chiffres d'affaire durable (sustainable revenues), sustainable impact revenues estimés par nos fournisseurs de données, etc.), une **approche CA est trop limitatrice**.

Pour exemples d'illustration :

- **Les données de chiffres d'affaires avec une granularité pertinente en lien avec le thème ne sont pas toujours disponibles.** Par exemple, pour la thématique du vieillissement de la population, même si on sait que l'âge moyen de l'acheteur de l'acheteur de voiture neuve BMW est au-delà de 50 ans, la part du chiffre d'affaires dédiée aux senior n'est pas publiée,
- **Pour chaque thème, le critère d'objectivation peut être différent,** nous pouvons par exemple citer l'exemple des thèmes en phase de développement, pour lesquels les dépenses d'investissement seraient plus pertinentes que le chiffres d'affaires, même si pour l'instant nous ne disposons de données ni pour les CAPEX ni pour les OPEX), parfois pour des raisons de confidentialité / compétitivité,
- **Pour chaque valeur au sein d'un thème, les critères d'objectivation peuvent également être différents, en fonction des données disponibles.** Nous pouvons citer l'exemple de la thématique de la souveraineté européenne : les entreprises du secteur de la santé sont automatiquement en lien avec le thème, mais pour d'autres secteurs il faut être plus granulaire et aller au niveau de l'entreprise (on peut citer l'exemple d'Air France qui serait éligible grâce à son activité Fret et son rôle de leader national, ce qui n'est pas le cas d'Easy Jet).

1.3 Il est possible de s'appuyer sur différentes méthodes, en fonction du thème et des données disponibles, au-delà du critère CA ;

Pour exemples d'illustration :

- Utilisation du **chiffre d'affaires ou des dépenses d'investissement (capex)**. On peut citer l'exemple d'Unilever dans l'univers d'investissement de notre stratégie Food for Generations (Unilever a 30% de son chiffre d'affaires dans le segment de l'alimentation), ou de Yamaha dans l'univers d'investissement de notre stratégie Blue Economy (Yamaha a 30% de ses capex alloués à la marine),
- Utilisation d'**indicateurs quantitatifs divers, incluant un seuil associé** peut également permettre de justifier l'appartenance au thème. On peut citer le score CDP, que nous utilisons pour construire l'univers d'investissement de nos stratégies climat, ou le score

d'inégalité propriétaire, que nous utilisons pour construire l'univers d'investissement de notre stratégie social impact,

- Utilisation de **classification sectorielle** fine (basée sur le secteur d'activité de l'entreprise, ou, de manière plus granulaire, sur les activités de l'entreprise) : on peut citer l'exemple du secteur de la santé sur la souveraineté européenne ou sur la thématique du vieillissement,
- Enfin, le rationnel peut également être **qualitatif**, du moment et que les arguments qualitatifs sont justifiés par des sources tierces et **opposable** ; existence d'un projet sur l'hydrogène, d'une certification ou d'une initiative en lien avec la thématique, comme SBTi sur le climat, ou encore tout ce qui est éco-design ou take-back sur le thème de l'économie circulaire,
- Utilisation de l'intelligence artificielle, par ex l'**analyse textuelle** afin de pré-identifier des émetteurs pertinents par rapport à une thématique choisie. Les candidats font toujours ensuite l'objet d'une analyse qualitative de la part du gérant.
Par exemple, recherche de mots-clés dans les descriptifs des activités, les transcripts, les rapports annuels. A noter que dans ce cas, un premier jeu de mots-clés pertinents est défini par un comité d'experts, et qu'il est ensuite enrichi par des techniques algorithmiques. Ici, nous pouvons citer l'exemple de la société Advanced Drainage Systems, appartenant à l'univers de notre stratégie Blue economy. Cette société fabrique des tuyaux ondulés thermoplastiques, qui fournissent une série de produits de gestion de l'eau et de solutions de drainage destinés au marché de la construction et des infrastructures. Nous avons relevé les mots clés « water management » et « drainage solutions » dans le descriptif Factset,
- **De brevets** (cf. ETF Amundi Stoxx Global Artificial Intelligence), afin de déterminer l'exposition des émetteurs à la propriété intellectuelle dans le domaine de l'Intelligence Artificielle et sa contribution à celle-ci, en lien avec la thèse d'investissement.

2.Construction d'univers thématiques durables

Une fois défini l'univers d'investissement thématique, se pose la question d'en extraire l'univers thématique durable.

Les critères de durabilité peuvent être des critères ESG bien choisis (activités durables, mais aussi sous-critères ESG, controverses, KPI, Beat the Bench ESG, etc...) en lien avec le thème, complétés par exemple par une approche DNSH en lien avec le thème (par exemple via des PAI^[1] ou autres, ...)

Pour exemples d'illustration :

- On peut citer l'exemple du KPI intensité carbone sur les stratégies thématiques climat, ou encore de la préservation de la biodiversité sur les stratégies Blue Economy ou Circular Economy.

Contrairement à la partie objectivation de l'univers, la sélection des valeurs durables dans l'univers thématique doit être réalisée à partir d'un ou plusieurs critères quantitatifs, les mêmes pour toutes les valeurs, afin de pouvoir filtrer XX% de l'univers.

Par ailleurs, lorsque cela est pertinent au regard du critère de durabilité utilisé, par exemple si le critère de durabilité est la note ESG, il nous semble important de conserver **une approche en sélectivité ou une approche en amélioration de note par rapport à l'univers d'investissement initial**.

Enfin une **transparence peut être fournie en reporting sur les critères de sélection**, dans le respect des contraintes de propriété intellectuelle du fournisseur de données, ainsi que sur les indicateurs de DNSH.

^[1] Nous attirons cependant l'attention liée aux problématiques de données (accessibilité, couverture, etc..), notamment sur les marchés Emergents.