



# FINANCE VERTE

## IL EST URGENT DE METTRE FIN À L'ÉCOBLANCHIMENT



[www.quechoisir.org](http://www.quechoisir.org)

**UFC-Que Choisir**  
Service des études et du lobby  
17/03/2023

# IL EST URGENT DE METTRE FIN À L'ÉCOBLANCHIMENT

## A. L'essor à marche forcée de l'épargne durable

Les épargnants de plus en plus confrontés aux placements « durables » nébuleux  
La réforme annoncée du label ISR pour 2023  
La démarche de l'étude de l'UFC-Que Choisir

## B. Une gestion opaque sur laquelle la concurrence ne peut jouer

Des politiques d'exclusion inintelligibles  
Score « ESG » : les comptes d'apothicaires des sociétés de gestion  
Les recettes pour transformer le plomb en or  
Les failles de la notation ESG

## C. Le label ISR échoue à distinguer le bon grain de l'ivraie

Un signal de qualité détourné par les professionnels  
Une politique de sélection des émetteurs malléable  
Une absence coupable de politique d'exclusion  
Le miroir aux alouettes de la performance de durabilité

## D. Demandes de l'UFC-Que Choisir



# LES ÉPARGNANTS DE PLUS EN PLUS CONFRONTÉS AUX PLACEMENTS « DURABLES » NÉBULEUX

## ❑ Un marché de l'épargne « durable » en forte croissance

- Atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050 nécessite d'orienter l'épargne des consommateurs vers les entreprises dont les pratiques sont les plus « durables » ;
- Alors que près de 9 épargnants sur 10 déclarent être sensibles à cet objectif de gestion<sup>1</sup>, ils sont fortement encouragés à souscrire des placements « durables » et/ou « verts »<sup>2</sup> ;
- En 2021, 2 100 Mds € sont investis dans des placements déclarant tenir compte de la durabilité dans leur conception, soit plus de la moitié des encours (+ 33 % en un an)<sup>3</sup>.

## ❑ Les critères ESG, une source de confusion

- Ces placements reposent sur l'intégration par les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (« ESG ») dans le choix des émetteurs (entreprises, collectivités, Etats) et des titres (actions, obligations, etc.) qui les composent ;
- Leurs poids dans la gestion est source de confusion :
  - Ces critères s'ajoutent aux critères financiers et ne priment pas nécessairement<sup>4</sup> ;
  - Parmi les critères ESG, le critère « environnemental » n'est pas systématiquement prépondérant sur les critères « sociaux » ou de « gouvernance ».

<sup>1</sup> Baromètre 2022 de l'épargne et de l'investissement, sondage Audirep 2022, AMF.

<sup>2</sup> Par exemple, ils sont désormais systématiquement interrogés sur leurs « préférences » de durabilité avant la souscription d'un produit d'épargne.

<sup>3</sup> 54,5 % des encours sont investis dans des produits relevant des articles 8 ou 9 du règlement SFDR en 2021. Observatoire de la finance durable.

<sup>4</sup> Par exemple, pour les critères environnementaux, il n'existe pas obligatoirement de seuils en deçà desquels un émetteur sera automatiquement écarté.

## ❑ Le label d'épargne durable, un outil utile s'il est exigeant

- Sur un marché complexe, comme celui des placements, un label est utile pour permettre aux consommateurs d'identifier aisément les produits conformes à un standard de qualité ;
- Dans l'attente d'un Ecolabel européen, chacun des labels existant<sup>1</sup> dispose de son propre référentiel ;
- Deux labels sont soutenus par les pouvoirs publics en France : le label ISR qui a une vocation « généraliste » et le label Greenfin dont la dimension « environnementale » est plus prégnante.

## ❑ Un label ISR dominant... mais critiqué pour son laxisme

- Alors que 20 % des encours sont labellisés, le label ISR domine largement le marché (84 %)² ;
- Son référentiel impose des obligations d'analyse et de sélection des émetteurs ainsi que de transparence vis-à-vis des épargnants³ ;
- Il est toutefois critiqué pour son laxisme⁴ : par exemple, les placements ISR n'ont pas l'interdiction d'investir dans des secteurs attentatoires au développement durable (charbon, tabac, etc.).

## ❑ Une réforme du label ISR annoncée pour 2023

- Face à ces critiques, le comité du label a rendu publiques des recommandations pour sa réforme ;
- Elles prévoient la création d'un socle « climat », une plus grande convergence des méthodes de gestion ainsi qu'un renforcement de l'information des épargnants ;
- Elles pêchent par leur caractère très général, ce qui laisse craindre que la réforme soit modeste.

<sup>1</sup> ISR et Greenfin (France), FNG Siegel (Allemagne, Autriche, Suisse), LuxFlag (Luxembourg), Towards Sustainability (Belgique), Umweltzeichen (Autriche), Nordic Swan (Pays nordiques), Panorama des labels européens de finance durable, Mai 2022.

<sup>2</sup> Observatoire de la finance durable. Périmètre sociétés de gestion de portefeuille.

<sup>3</sup> Par exemple, 90 % des émetteurs doivent disposer d'une note ESG, la gestion doit conduire à écarter 20 % des moins bons émetteurs, etc. Référentiel ISR.

<sup>4</sup> Bilan et perspectives du label « Investissement socialement responsable » (ISR), Inspection générale des Finances, Décembre 2020.

# LA DÉMARCHE DE L'ÉTUDE DE L'UFC-QUE CHOISIR

- ❑ Une enquête « client mystère » sur les sites internet des principales sociétés de gestion
  - L'UFC-Que Choisir a mené une enquête « client mystère » sur les sites internet des principales SGP ;
  - L'objectif était de déterminer si ces placements, qu'ils soient ou non labellisés, sont crédibles et si les conditions sont réunies pour permettre une bonne comparaison des offres.
- ❑ Un panel de 8 fonds actions à priori comparables
  - L'étude porte sur des fonds actions : pour les épargnants, il est en principe plus simple d'apprécier la performance ESG d'une entreprise, en comparaison à celles d'entités publiques ;
  - **Les fonds sont comparables** : ils sont investis sur les actions des grandes entreprises européennes;
  - Parmi les 8 fonds étudiés, 6 disposent du label ISR.

CARTES D'IDENTITES DES HUIT PLACEMENTS DURABLES DE L'ETUDE

SOCIETES DE GESTION	AG2R	ALLIANZ	AMUNDI	AXA IM	BNP PARIBAS AM	GROUPAMA AM	LBP AM	DCNA (Natixis)
Dénomination	<i>ALM Actions zone euro ISR</i>	<i>Europe Equity SRI</i>	<i>Valeurs durables</i>	<i>Euro Valeurs Responsables</i>	<i>Actions Croissance ISR</i>	<i>G Fund Equity Convictions ISR</i>	<i>ISR Actions Environnement</i>	<i>SRI Europe Growth</i>
Univers d'investissement	Actions grandes entreprises européennes	Actions grandes entreprises européennes	Actions grandes entreprises européennes	Actions grandes entreprises européennes	Actions grandes entreprises européennes	Actions grandes entreprises européennes	Actions grandes entreprises européennes	Actions grandes entreprises européennes
Label ISR	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI

Source : UFC-Que Choisir à partir des documents règlementaires des SGP (prospectus, rapports) et sites internet au 01/01/2023.

## DES POLITIQUES D'EXCLUSIONS ININTELLIGIBLES

Pour concevoir un placement durable, les SGP poursuivent une démarche en trois temps.

Dans un premier temps, elles élaborent des politiques d'exclusion par lesquelles elles peuvent s'interdire de financer des entreprises de certains secteurs à l'échelle de leur entité et du fonds.

Ces politiques sont difficilement comparables :

- Certaines relèvent d'obligations légales (armes controversées) ;
- D'autres dépendent de seuils nébuleux (charbon) ;
- Elles peuvent reposer sur des critères subjectifs (droits humains) ou être contournées par des engagements (déforestation) ;
- Enfin, des trous sont laissés béants pour des secteurs polluants (automobile, aérien, etc.).

En outre, on ne peut que s'interroger sur leur intelligibilité pour les épargnants. Au-delà de leur complexité, il faut jongler avec de multiples sources d'informations, souvent incomplètes, pour les retrouver : la documentation du fonds (prospectus, DICI, code de transparence, etc.), les politiques de l'entité, voire le référentiel d'un label.

ECHANTILLON DE POLITIQUES D'EXCLUSION DU PANEL DE FONDS				
Société de gestion		AMUNDI	BNP PARIBAS AM	LBP AM
Dénomination du fonds		Valeurs Durables	Actions Croissance ISR	ISR Actions Environnement
Armes controversées		MAP, BAM, chimiques, biologiques, à l'uranium appauvri		
Charbon	Extraction	CA > 20 % ou 70 MT	CA > 10 % ou 10 MT	Stratégie cohérente avec Accord de Paris
	Production énergie	50 % à partir du charbon	Intensité carbone > 491 gCO2/kWh	
Hydrocarbures non conventionnels	Exploration	CA > 30 %	CA > 10 %	Non trouvé
	Extraction Transport	Non trouvé		
Droits humains	Respect Pacte mondial	Si contravention grave et répétée	Si contravention	Si soupçon de contravention
Déforestation		Non trouvé	Sauf certification	Sauf certification ou bonnes pratiques
Commentaires :		Le fonds déclare exclure "les énergies fossiles" dans son prospectus : <b>les critères utilisés n'ont pas été trouvés.</b>	Les politiques d'exclusion de l'entité et du fonds sont détaillées dans plus de 120 pages.	Le fonds est labellisé ISR et Greenfin. Au titre de Greenfin, <b>ses exclusions sont donc plus exigeantes que ce qui a été trouvé sur le site internet.</b>

Source : UFC-Que Choisir. MAP : Mines antipersonnel. BAM : Bombe à sous-munitions. CA : Chiffres d'affaires. MT : Millions de tonnes.



## LES RECETTES POUR TRANSFORMER LE PLOMB EN OR

Dans un troisième temps, les SGP définissent des approches pour s'interdire d'investir dans les entreprises qui ont obtenu les moins bons scores ESG. On en distingue deux principales qu'on illustre à travers deux placements fictifs excluant les 20 % des entreprises ayant eu les moins bonnes avec des approches différentes.

### Approche « best-in-universe » :

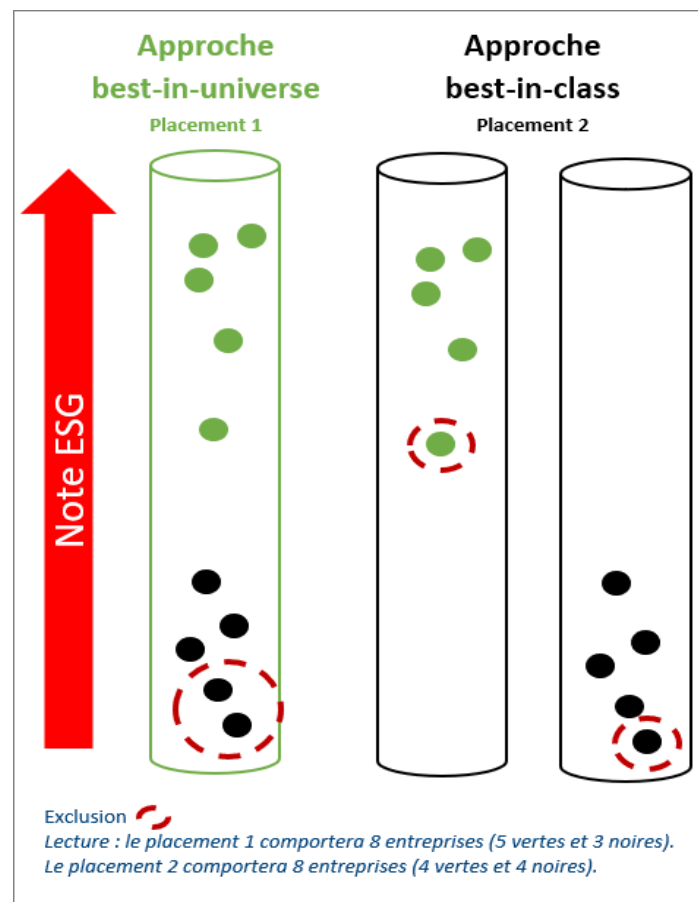
La SGP s'autorise à investir seulement dans les entreprises qui ont obtenu les meilleures notes. Les 2 plus « mauvaises » sont exclues.

### Approche « best-in-class » :

Cette approche comporte une étape supplémentaire. Après le calcul des notes, les entreprises sont classées selon leur secteur d'activité. C'est à ce stade que la plus « mauvaise » de chaque secteur est exclue.

Parmi les placements durables, l'approche « best-in-class » est de loin la plus fréquente<sup>1</sup>. Elle est plus simple à mettre en œuvre puisqu'elle ne conduit à ne pas discriminer un secteur d'activité (par exemple, les énergies brunes) au profit d'un autre (par exemple, les énergies vertes).

Bien que l'approche « best-in-class » soit intrinsèquement moins ambitieuse, dans notre exemple, les deux placements pourront faire de la durabilité un argument central de vente, ce qui ne facilite pas le choix des épargnants.





## LES FAILLES DE LA NOTATION ESG

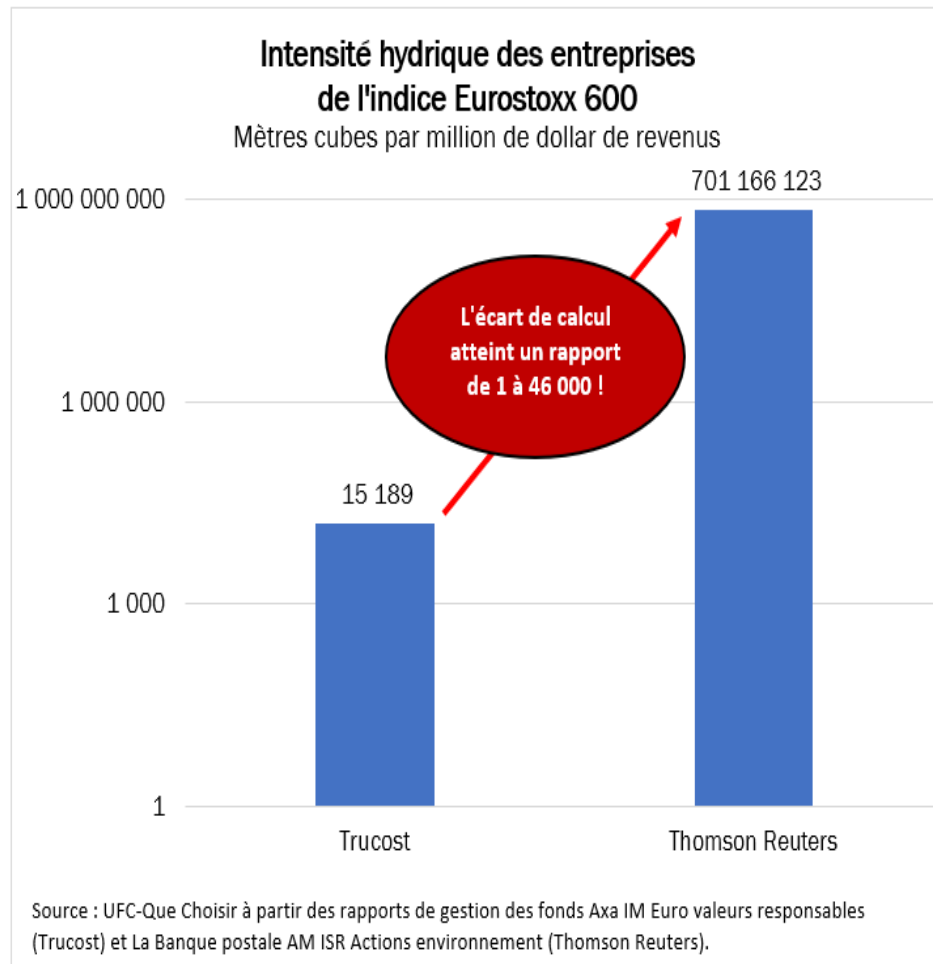
Les acteurs de la notation extra-financière jouent un rôle central dans la conception des placements durables.

### Des sociétés soumises à un conflit d'intérêts patent

- Elles sont rémunérées par les entreprises qu'elles notent et peuvent leur proposer des prestations de conseil ;
- Incitées à favoriser leurs clientes dans l'analyse qu'elles fournissent aux SGP, **elles ne peuvent pas être impartiales pour juger de leurs propres prestations.**

### Des divergences monstres dans leurs calculs

- Contrairement aux données financières, les indicateurs ESG ne sont pas encore harmonisés ;
- Des écarts méthodologiques affectent leur comparabilité comme le montre notre graphique ;
- Pour le même indicateur, à savoir l'intensité hydrique des entreprises de l'indice Eurostoxx 600, le résultat varie selon un rapport allant de 1 à 46 000 ! ;
- Dès lors, il apparaît encore moins crédible que les consommateurs puissent faire jouer la concurrence : **il faudrait qu'ils puissent identifier et choisir la SGP qui utilise les données les plus fiables.**



## UN SIGNAL DÉTOURNÉ PAR LES PROFESSIONNELS

- ❑ L'acronyme « ISR » ne garantit pas que les consommateurs ont affaire avec un fonds labellisé
  - Dans notre panel, la dénomination des fonds fait généralement référence à la durabilité ;
  - Contrairement à ce qu'on pourrait croire, l'emploi par un fonds de l'acronyme « ISR » ne signifie pas qu'il respecte son cahier des charges : publier un « code de transparence » homonyme suffit<sup>1</sup> !
- ❑ Moins d'un quart des fonds ISR parmi les placements durables les plus ambitieux
  - Choisir un fond ISR n'assure pas qu'il soit ambitieux au sens de la réglementation européenne ;
  - Elle impose aux SGP de distinguer les fonds qui ne causent aucun dommage à l'environnement (« article 9 ») de ceux qui se contentent d'encourager la transition écologique (« article 8 ») ;
  - Moins d'un quart des fonds ISR est classé « article 9 ». Une proportion très élevée en comparaison avec les autres labels européens<sup>2</sup> ;
  - Dans notre panel, les fonds initialement classés « article 9 » ont même été déclassés par leur SGP.

LABEL ISR ET CLASSEMENT DE DURABILITE								
SOCIETES DE GESTION	AG2R	ALLIANZ	AMUNDI	AXA IM	BNP PARIBAS AM	GROUPAMA AM	LBP AM	DCNA (Natixis)
Dénomination	<i>ALM Actions zone euro ISR</i>	<i>Europe Equity SRI</i>	<i>Valeurs durables</i>	<i>Euro Valeurs Responsables</i>	<i>Actions Croissance ISR</i>	<i>G Fund Equity Convictions ISR</i>	<i>ISR Actions Environnement</i>	<i>SRI Europe Growth</i>
Label	ISR	NON	ISR	ISR	NON	ISR	ISR	ISR
Classement SFDR	Article 8 (ancien article 9)	Article 8	Article 8 (ancien article 9)	Article 8 (ancien article 9)	Article 8	Article 8	Article 8 (ancien article 9)	Article 8

Source : UFC-Que Choisir à partir des documents réglementaires des SGP (prospectus, rapports) et sites internet au 01/01/2023.



<sup>1</sup> Le code de transparence ISR/AFG/FIR/Euroisif.

<sup>2</sup> A titre de comparaison, cette proportion atteignait un tiers pour le label Greenfin à fin 2021. Panorama des labels de la finance durable, Novethic, Mai 2022.



## UNE POLITIQUE DE SÉLECTION DES ÉMETTEURS MALLÉABLE

En comparaison avec les autres labels, la principale faiblesse du label ISR tient dans le manque d'ambition de sa politique de sélection et d'exclusion des émetteurs.

Le label ISR ne dispose pas de critères de sélection exigeants

- L'obtention du label repose uniquement sur des choix discrétionnaires de la SGP : les grilles de notation ESG qu'elle utilise et le choix de l'univers d'investissement initial. Par exemple, en choisissant un univers large, il sera plus aisé d'exclure les plus mauvais émetteurs sans que cela démontre une démarche de gestion ambitieuse ;
- La proposition du Comité du label de rapprocher les grilles de notation ESG constitue donc un pis-aller ;
- A l'inverse, par exemple, le label Greenfin (ou le projet d'Ecolabel européen) impose aux fonds d'investir une part minimale de leurs encours auprès des entreprises les plus durables, choisies sur le fondement de critères objectifs (chiffre d'affaires, par exemple).

### DES POLITIQUES DE SELECTION D'UN ECHANTILLON DE LABELS

LABEL	ISR	GREENFIN	Projet ECOLABEL Européen
Critères de sélection	Soit : <b>exclure au moins 20 % des émetteurs ayant les scores ESG les plus faibles</b>	Au moins 20 % d'émetteurs avec CA Vert > 50 % Moins de 25 % d'émetteurs avec CA Vert < 10 %  Le reste : CA Vert compris entre 10 et 50 %	Au moins 50 % dans des activités économiques soutenables au sens de la Taxonomie européenne
	Soit : <b>obtenir une note ESG supérieure à l'univers d'investissement, après exclusion des 20 % des émetteurs ayant les scores ESG les plus faibles</b>		

Source : UFC-Que Choisir à partir des Référentiels ISR, Greenfin et du projet d'Ecolabel européen.

## UNE ABSENCE COUPABLE DE POLITIQUE D'EXCLUSION

### L'absence de politiques d'exclusion du label ISR achève de démontrer son manque d'ambition

- Le label ISR ne comporte actuellement pas de politique d'exclusion sectorielle, contrairement aux autres labels (par exemple, Greenfin ou le projet d'Ecolabel européen) ;
- **La proposition du Comité du label ne résout que très partiellement cet écueil** : aucun seuil d'exclusion n'a été annoncé pour les hydrocarbures et parmi eux le charbon ;
- Il est muet sur des **objectifs qui pourraient légitimement viser l'ensemble des émetteurs** susceptibles d'intégrer un fonds (cible de baisse des émissions de gaz à effets de serre, par exemple) ou **des interdictions sectorielles** (tabac, droits humains, etc.).

EXEMPLES DE POLITIQUES D'EXCLUSION D'UN ECHANTILLON DE LABELS				
	LABEL	ISR	GREENFIN	Projet ECOLABEL européen
Hydrocarbures conventionnels	Explorat°, extract°, raffinage, etc.	Non, mais en projet et viserait les fonds	CA > 5 %	CA > 5 %
	Prod. Énergie			CA < 30 % + stratégie Accord Paris
	Transport, distrib., etc.			CA > 5 %
Hydrocarbures non conventionnels	Explorat°, extract°, raffinage, etc.	Non, mais en projet	CA > 5 %	CA > 5 %
	Prod. Énergie			CA < 30 % + stratégie Accord Paris
	Transport, distrib., etc.			CA > 5 %
Charbon		Non, mais en projet	CA > 5 %	CF. hydrocarbures + vise les établissements financiers
Voitures thermiques		Non précisé	Non	CA < 30 % + Stratégie arrêt thermique 2030
Exploitation forestière		Non précisé	CA > 33 %, sauf si durable	CA > 5 %, sauf si durable
Tabac		Non précisé	Non	5%
Droits humains	Respect Pacte mondial	Non précisé	Non	Obligation pour l'émetteur et ses fournisseurs

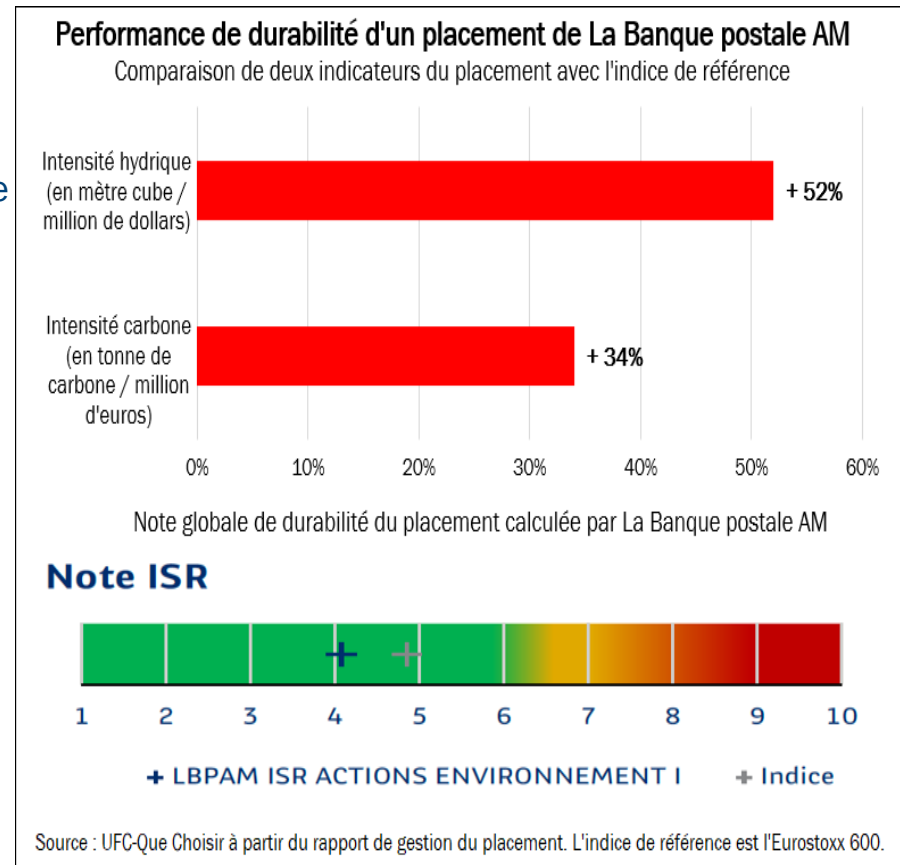
Source : UFC-Que Choisir.

## L'opacité des performances de durabilité des placements

- Les fonds ISR ont l'obligation de publier des rapports de performance ESG sur leur site internet ;
- Toutefois, **chaque SGP utilise son propre système de note** (échelle alphabétique, numérique, etc.) ce qui empêche de les comparer pour évaluer la durabilité de leurs fonds et leurs performances relatives vis-à-vis de leur indice.

## Un cruel manque de crédibilité

- La lecture des rapports ESG réserve des surprises comme le montre celui du placement de La Banque postale AM que nous reproduisons<sup>1</sup> ;
- Alors que le placement affiche d'importantes surconsommations d'eau et de carbone, la SGP déclare pourtant qu'il est plus durable que son indice : sa note « ISR » est plus élevée...
- Cette situation ne peut **qu'interroger sur la pertinence de son score global (pondération, critères) ;**
- Or, cet écueil n'est pas explicitement visé par le projet de réforme du label ISR.



<sup>1</sup>Exemple illustratif tiré du rapport en date de juin 2021. Resté sur le site internet jusqu'à l'automne 2022.



Dans l'attente d'une stricte réglementation de l'épargne durable à l'échelle européenne mettant un terme à l'écoblanchiment, l'UFC-Que Choisir demande au ministre de l'Economie d'imposer une révision ambitieuse du cahier des charges du label ISR afin qu'il devienne un réel étalon de la finance durable, ce qui nécessite :

- Une exclusion des entreprises portant manifestement atteinte au climat ;
- Une sélection rigoureuse des entreprises sur le fondement de critères objectifs ;
- Une harmonisation des systèmes de notations des sociétés de gestion afin de permettre aux épargnants de comparer les performances de leurs fonds.