

L'AGEFI

INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS

« L'Instit »
Etude exclusive

- Gilles Pouzin -

« L'Instit » Etude exclusive

Pour la seconde année, en complément de l'actualisation du Guide Investisseurs Institutionnels, **L'AGEFI** publie **L'Instit**, une enquête transversale sur les principales caractéristiques et tendances observées au sein de 80 institutions financières. Voici les conclusions détaillées de cette étude.

- Gilles Pouzin -

Sommaire

1 Investisseur Institutionnel, un rôle à promouvoir	5
Thème : Pourquoi promouvoir le rôle des investisseurs institutionnels ?	
Des investisseurs essentiels (échantillon à l'appui)	5
Acteurs clés d'un nouveau monde à financer (article 2.1 de l'Accord de Paris)	8
Rôles à valoriser / univers trop discret (résoudre le paradoxe d'invisibilité)	
2 Typologie et contraintes	10
Thème : Qui sont les investisseurs institutionnels ?	
Aperçu de la diversité des investisseurs institutionnels	10
Contours de leurs spécificités et contraintes	14
Contexte de l'investissement institutionnel en France	17
3 Périmètres et consolidation	18
Thème : Nébuleuses ou galaxies, comprendre l'univers institutionnel	
Frontières et liens entre institutions	18
Univers en expansion et consolidation	25
Contexte de la dynamique expansion/consolidation	27

4 Allocations et stratégies	30
Thème : Comment les institutionnels gèrent leurs réserves ?	
Typologie des allocations d'actifs institutionnelles	30
Tendances d'évolutions stratégique et tactique	33
Contexte et enjeux de la gestion financière institutionnelle	41
5 ISR, ESG, ODD, approche extra-financière	42
Thème : Rôle modèle des institutionnels en gestion extra-financière	
Avancement varié de l'approche extra-financière	43
Les nouvelles frontières des ODD à défricher	59
Contexte et enjeux de la gestion extra-financière institutionnelle	64
6 Consultants et prestataires	69
Thème : Quels fournisseurs et sous-traitants de services aux institutionnels ?	
Des prestataires obligatoires en concurrence	69
Des prestataires facultatifs de plus en plus incontournables	74
Contexte des délégations et sous-traitance en gestion institutionnelle	80

1 | Investisseur Institutionnel, un rôle à promouvoir

Pourquoi promouvoir le rôle des investisseurs institutionnels ?

Le statut d'investisseur institutionnel est une notion ignorée du grand public, recouvrant des réalités concrètes essentielles pour les citoyens et consommateurs. Comment rapprocher ces notions ?

Des investisseurs essentiels

(échantillon à l'appui)

Les prestations fournies, assurées et garanties par les investisseurs institutionnels sont tellement ancrées dans notre quotidien, qu'on a tendance à les oublier, comme si cela allait de soi.

C'est le cas dans nos pays développés, mais loin de là, dans la plupart des pays émergents, où le développement d'institutions financières est souvent un préalable ou un accélérateur essentiel à la prospérité et sécurité économique : les banques, assureurs, et gestionnaires de prestations sociales en tout genre, sont au cœur du développement économique et social.

EXEMPLE 1

Agirc-Arrco : Avec 59 millions de comptes d'assurés, 90 milliards d'euros de retraites versés en 2023, le régime Agirc-Arrco gère depuis 75 ans les retraites complémentaires des salariés du secteur privé, soit 3 200 milliards d'engagements futurs et 78,5 milliards de réserves fin 2023, sans jamais aucune dette.

EXEMPLE 2

Le **Groupe CAM** fondé par des entrepreneurs du BTP sur le modèle mutualiste, afin d'assurer la responsabilité civile des entrepreneurs de l'Est de la France, s'est étendu géographiquement et au niveau des secteurs assurés : BTP, industriel et commercial. Il est notamment prestataire d'assurances « dommages-ouvrages » (décennale) pour la construction.

EXEMPLE 3

Le **Fonds de Garantie des Victimes (FGV)**, service public de l'indemnisation des personnes victimes d'actes de terrorisme, d'infractions de droit commun ou d'accidents de la circulation causés par des conducteurs dépourvus d'assurance ou inconnus, agit, sous le contrôle du Ministère des Finances, au titre de la solidarité nationale. Il indemnise l'ensemble des préjudices personnels et économiques subis, à travers : le **FGAO (Fonds de Garantie des Assurances Obligatoires de dommages)**, créé en 1951 et le **FGTI (Fonds de Garantie des victimes des actes de Terrorisme -1986- et d'autres Infractions -1991-)**, constitué chacun d'un conseil d'administration spécifique dont la gestion est unifiée.

Parmi d'autres exemples d'utilité des investisseurs institutionnels pour leurs publics :

- **Groupama** compte 11,5 millions de sociétaires et clients;
- **Harmonie Mutuelle** se présente comme un acteur global de santé centré sur la 1^{ère} mutuelle santé de France (affiliée au groupe VyV);
- **SADA Assurances**, spécialiste des solutions d'assurance pour les professionnels de l'immobilier (filiale de l'Allemand DEVK), acteur du marché de l'assurance de copropriétés en France.

En bref...

Même s'ils sont qualifiés de « détenteurs d'actifs » ou « asset owners » dans le jargon financier, par opposition aux gérants « pour compte de tiers » ou « asset managers », les investisseurs institutionnels gèrent les actifs qu'ils détiennent dans l'intérêt direct (police d'assurance, caisses de retraite) ou indirect (fonds de garantie, etc.) de leurs ayants droit ultimes.

Comme l'explique l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) :

« le directeur des investissements d'une société d'assurances, le responsable financier d'une caisse de retraite et le responsable des placements d'une mutuelle exercent le même métier, obéissant à une même logique, respectant la même déontologie, partageant les mêmes techniques ».

Pour le dire autrement, « un trait commun réunit, de manière transversale, les différentes familles institutionnelles sur la question de la gestion financière : le métier d'investisseur institutionnel », résume l'Af2i.

Acteurs clés d'un nouveau monde à financer

(article 2.1 de l'Accord de Paris)

Les investisseurs institutionnels gèrent avant tout leurs « réserves » dans l'intérêt de leurs ayants droit. Mais ils ont aussi un rôle d'acteurs « citoyens » dans le financement de l'économie, en lien avec les intérêts à long terme des territoires et du bien commun.

Financeurs d'investissements publics, par l'achat d'emprunts d'Etat, de collectivités ou d'agents publics ; et d'investissements privés, par l'achat d'obligations ou l'apport de fonds propres en actions, les investisseurs institutionnels sont convoqués en première ligne pour financer la transition énergétique.

Toute activité économique a un impact soit positif soit négatif pour le climat, mais aucune activité ne fonctionne sans argent. Les investisseurs institutionnels ont ainsi un rôle déterminant pour préserver la planète, en finançant davantage les activités ralentissant le réchauffement climatique, et en réduisant leurs financements d'activités plus polluantes.

Ce principe est au cœur de l'**Accord de Paris**, signé le 12 décembre 2015 lors de la COP 21.

L'**article 2.1 de l'Accord de Paris** prévoit notamment de rendre « *les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques* ».

Entré en vigueur depuis novembre 2016, lorsque les signataires ont atteint 55% des pays participants représentant 55% des émissions de gaz à effet de serre (GES), cet accord est aujourd'hui ratifié par 195 pays (194 + l'UE).

Sa déclinaison dans les réglementations nationale, comme **la Loi de Transition Énergétique pour la Croissance Verte (LTECV)** du 17 août 2015 ou **la Loi Energie-Climat (LEC)** du 8 novembre 2019, et européenne, comme les règlements **Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)**, **Taxonomie**, ou le plan **EU Green Deal** accroissent l'implication des investisseurs institutionnels dans l'atteinte d'objectifs de financement d'un monde plus sain.

EXEMPLE 1**Orano (ex-Areva)**

Pour sécuriser le financement des obligations de fin de cycle de l'uranium combustible, le groupe a constitué un portefeuille spécifique dédié au paiement de ses dépenses futures de démantèlement des installations et de gestion des déchets nucléaires.

Depuis la loi n°2006-739 du 28 juin 2006 et son décret d'application 2007-243 du 23 février 2007, cette obligation s'impose à tous les exploitants nucléaires opérant en France.

EXEMPLE 2

Fédération Française de l'Assurance (7^{ème} édition de l'étude Assurance et finance durable sur son site franceassureurs.fr) :
 « Les assureurs sont parmi les plus grands investisseurs institutionnels en Europe et, par conséquent, des acteurs majeurs du financement de l'économie. En renforçant leurs investissements dans les actifs verts, ils jouent un rôle clé pour accélérer la transition vers une économie bas-carbone et construire une société plus résiliente face aux risques climatiques » (...) « 12,5 % des actifs à fin 2022 (hors UC) sont investis dans des activités éligibles à la taxonomie européenne, soit l'équivalent de 244 Md€. 7,8 % des actifs des assureurs (hors UC) correspondent à des placements verts des assureurs à fin 2022, soit 152 Md€. Cela représente une hausse de 17 % par rapport à fin 2021. Dans le même temps, signalons que les actifs sous gestion des assureurs ont diminué de 13 % en 2022. »

2 | Typologie et contraintes

Derrière la notion d'investisseur institutionnel, les institutions financières et détenteurs d'actifs recouvrent des réalités très différentes, avec leurs spécificités opérationnelles et leurs contraintes spécifiques.

Qui sont les investisseurs institutionnels ?

Comment aider les investisseurs institutionnels à mieux se faire connaître de leur public, leurs prestataires et partenaires, quand il n'existe aucune classification, ni registre ou base de données permettant de les identifier ?

Aperçu de la diversité des investisseurs institutionnels

Il n'existe aucune nomenclature officielle solide des différents types d'investisseurs institutionnels. Dans un esprit de clarification, **l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i)** a proposé un classement en **7 familles** (1 assureurs, 2 institutions publiques, 3 groupes de protection sociale, 4 caisses de retraite, 5 mutuelles, 6 corporates, 7 fondations et fonds de dotation).

Cette classification peut être élargie. «*Nous avons comptabilisé **plus de 18 familles d'investisseurs institutionnels***», déclarait il y a quelques années **Jean Eyraud**, ancien président de l'Af2i (2011-2017) et **président du jury des Couronnes Instit Invest de l'Agefi** entre 2012 et 2017. (Source: hommage à Jean Eyraud, décédé le 27/12/2019, sur institinvest.com)

Ces classifications sont fragilisées par certaines contradictions internes, ou recouvrements, ne permettant pas d'isoler de véritables sous-ensembles de catégories distinctes les unes des autres. Certaines caisses de retraite sont des institutions publiques. Les groupes de protection sociale sont des mutuelles... Et que dire des institutions mastodontes, recouvrant toutes les nuances de ces catégories statutaires au sein d'un même ensemble ?

Pour simplifier on peut distinguer principalement **5 grandes familles** d'investisseurs institutionnels en France, même si leurs critères de distinction ne sont pas de même nature : groupes mutualistes, sociétés d'assurance, régimes de retraites, philanthropies et autres fonds à vocation spécifique...

Mutualistes

AG2R La Mondiale, Macif, Matmut, Mutuelle Générale...

Régimes de retraites

agirc-arrco, Ircantec, Erafp, Cnavpl, CARMF...

Fonds à vocation spécifique

EdF, FGDR, FGV, FSP...

Assureurs

Allianz France, BNP Paribas Cardif, Neulife Vie...

Philanthropies

Abbé Pierre, Fondation de France, FRM Recherche Médicale...

EXEMPLES

- **Le FGDV**, le Fonds de Garantie des Victimes, est composé de deux organismes distincts : le FGAO (Fonds de Garantie des Assurances Obligatoires de dommages) et le FGTI (Fonds de Garantie des victimes des actes de Terrorisme et d'autres Infractions), constitué chacun d'un conseil d'administration spécifique dont la gestion est unifiée.
- **Le FRR** est un établissement public administratif (EPA) et relève du droit public administratif.

La diversité des institutions financières est illustrée par la variété des profils couverts par le Guide Investisseurs Institutionnels de L'AGEFI.

ENCOURS TOTAL DES BILANS OU DES INVESTISSEMENTS	EN MILLIONS D'EUROS (80 INSTITUTIONS)	OBSERVATIONS
Encours moyen	28 203	La moyenne de 28,2 milliards € est tirée par 6 institutions ayant plus de 100 milliards €.
Encours maximum	377 800	Parmi les 80 fiches, Crédit Agricole Assurances est la plus grosse institution de ce panel.
Encours minimum	44	La Fondation Abbé Pierre est cette année la plus modeste institution du panel de L'AGEFI.
Encours médian	6 088	Un quart des institutions gère moins de 2 milliards d'euros d'actifs, un quart gère plus de 20 milliards €.

Source : L'INSTIT - 80 investisseurs institutionnels - / calculs L'AGEFI

Encours

- Le monde des investisseurs institutionnels, comme celui des entreprises, couvre une palette d'institutions allant des « **artisans** » aux « **géants** ».
- Les encours des institutions figurant dans le panel du Guide Instit Invest s'étalent entre 44 millions d'euros pour la plus petite fondation d'utilité publique, 377 milliards pour le plus gros assureur : **soit un rapport de 1 à 10 000 !**
- Les plus gros sont des **bancassureurs** soutenus par leurs puissants réseaux de collecte (**Crédit Agricole Assurances, BNP Paribas Cardif, SG Assurances...**) des géants mutualistes (**AG2R La Mondiale, Groupama...**) et des institutions publiques ou de retraite (**Caisse des dépôts, Agirc-Arrco**).
- L'encours moyen des institutions de notre panel atteint **28,2 milliards d'euros**, en raison du poids des géants. Mais compte tenu de la quantité d'institutions modestes (souvent insuffisamment connues), la moitié des répondants de notre panel ont moins de **6 milliards d'euros** d'encours (médian).

Contours de leurs spécificités et contraintes

L'enquête Investisseurs Institutionnels de L'AGEFI interroge les institutions sur leurs contraintes juridiques ou d'investissement, ces dernières étant potentiellement liées à un statut ou une raison sociale.

Certaines contraintes sont liées au statut juridique, à la gouvernance (public, privé), au secteur d'activité (supervision, réglementation) ou plus précisément à l'activité exercée.

EXEMPLE

Parmi les institutions mutualistes (forme juridique) exerçant des activités d'assurance (supervision ACPR), des contraintes techniques, réglementaires et financières spécifiques s'ajoutent selon le type d'assurance proposées : IARD (**Macif, Matmut...**), assurances complémentaires santé (**Audiens, AG2R La Mondiale...**), prévoyance décès-incap-inval (**Capssa...**), assurance-vie (**Afer, Carac, Mutuelle d'Ivry Fraternelle MIF...**), assurance construction (**Camacte...**), export (**Coface**), ou réassurance (**CCR, Scor...**).

Les contraintes sont aussi différentes pour les institutions philanthropiques (fondations) selon leur orientation, ainsi que pour les fonds à vocation spécialisée.

La **CDC**, bras armé d'interventions financières de l'Etat en dehors de ses prérogatives administratives et régaliennes, peut être considéré comme un établissement faîtière abritant des fonds à vocation spécialisées (argent du Livret A pour le logement social, FRR, etc.).

EXEMPLE 1

FRR : Sa politique d'investissement est cohérente avec le respect de valeurs favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré. Elle vise à optimiser le rendement des placements dans les meilleures conditions de sécurité possibles compte tenu de l'horizon de placement et du passif vis-à-vis de la **CADES (Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale)** défini par la loi de réforme des retraites de 2010 puis de 2020.

EXEMPLE 2

Agirc-Arrco : Le régime de retraite complémentaire des salariés du secteur privé s'est fixé d'avoir des réserves équivalentes à au moins 6 mois de prestations sur un horizon de 15 ans glissants, avec une allocation stratégique 70/30 prévoyant au minimum 60% en obligations et au maximum 40% en actions. La gestion de ces « réserves » a permis d'y puiser 37 milliards d'euros pour faire face aux déficits liés aux crises depuis 15 ans, tout en reconstituant ces réserves grâce aux ajustements de paramètres et à la performance financière des réserves.

Enfin les contraintes auxquelles sont soumis les investissements institutionnels peuvent être très différentes au sein d'une même entité. Par exemple, un groupe de protection sociale et d'assurance mutualiste peut avoir des contraintes réglementaires et financières très variables entre l'assurance-vie, l'assurance complémentaire santé, l'assurance IARD, la prévoyance décès incapacité-invalidité, et la gestion des retraites complémentaires.

Asset Owners ou Asset Managers ?

Détenteurs d'actifs ou gérants pour compte de tiers ?

Une autre subtilité à prendre en compte est que les investisseurs institutionnels ne gèrent pas tous leurs actifs comme des « détenteurs d'actifs », mais aussi une part croissante « pour compte de tiers ». C'est le cas en particulier pour les assureurs vie, qui gèrent leur actif général en représentation du fameux « fonds en euros » des contrats, mais aussi une part croissante en unités de compte (UC), dont la gestion leur échappe totalement, ces dernières étant choisies par les clients et gérées par des sociétés de gestion de portefeuille (SGP).

EXEMPLES

Suravenir : L'assureur vie filiale du Crédit Mutuel Arkéa affichait des actifs évalués à 52,38 milliards d'euros fin 2022 en valeur de marché, dont 33 milliards (63%) pour l'actif général et 19,35 milliards en UC (37%).

SwissLife : SwissLife Assurance et Patrimoine (SLAP) affichait fin 2022 à son bilan 24,795 milliards d'euros d'actifs en valeur Solvabilité II, mais ces investissements se répartissaient entre 12,118 milliards d'euros pour l'actif général (48,9%) et 12,677 milliards en UC (51,1%).

À retenir

Les investisseurs institutionnels sont soumis à de multiples contraintes liées à leur statut, leur finalité, voire la composition de leurs investissements. Un institutionnel participant à notre panel évoque ainsi des « contraintes ALM liées aux engagements d'assurance-vie au passif et contraintes associées à la réglementation Solvabilité II qui affectent des charges en capital réglementaire distinctes selon les classes d'actif. »

Contexte de l'investissement institutionnel en France (typologie, macro/externe)

L'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) a été fondée en 2002 par des responsables des investissements d'institutions françaises chargées de l'épargne collective. Avec 40 membres actifs l'année de sa création, l'Af2i réunissait vingt ans plus tard, fin 2022, 82 institutions représentant 85% des investisseurs institutionnels français et gérant 3 000 Mds€ d'encours.

Défi historique

La difficulté d'appréhender l'univers des investisseurs institutionnels n'est pas nouvelle :

« la vue d'ensemble consiste à traiter trois éléments: les actifs totaux sous **gestion institutionnelle** et leur répartition par types d'investisseurs institutionnels, ce qui détermine à long terme les produits (véhicules d'investissement) qui prévalent sur le marché. Deuxièmement, on a essayé de traiter les **sources des capitaux sous gestion** : qui sont les détenteurs finaux des capitaux ? La troisième variable analysée est **l'allocation des investissements** et son évolution dans le temps », expliquait il y a vingt ans le sénateur Joël Bourdin (élu de 1989 à 2014) dans son **rapport d'information** n°367 au nom de la délégation du **Sénat** pour la planification (déposé le 25 juin **2003**).

3 | Périmètres et consolidation

Nébuleuses ou galaxies, comprendre l'univers institutionnel

Plus on observe de près les investisseurs institutionnels, plus l'imbrication de différentes entités révèle la complexité de leurs organisations, en perpétuelle évolution.

Frontières et liens entre institutions

Appréhender l'univers des investisseurs institutionnels demeure un défi, et il est illusoire de dresser un panorama statistique de leurs caractéristiques, car leurs frontières et liens aboutiraient à des doublons ou des calculs faussés.

Il existe **deux enjeux** de périmètre pour appréhender le contour d'un investisseur institutionnel.

1 Frontières au sein d'une institution

Le premier défi auquel on est confronté pour identifier ou additionner les encours relevant de la gestion d'un investisseur institutionnel, est de déterminer ce qui relève réellement de sa propre gestion, en tant que détenteur d'actif (asset owner) et ce qui relève de la gestion pour compte de tiers (asset management) pour laquelle il n'a qu'un rôle d'intermédiaire, mais pas de décisionnaire.

EXEMPLE

Fin 2022, les placements de la compagnie d'assurance Suravenir étaient répartis entre 19 milliards d'euros en unités de compte et 33 milliards d'euros pour son actif général. Seul ce dernier relève de l'investissement institutionnel, le choix des unités de compte (UC) restant la prérogative des assurés, et leur gestion étant confiée à des tiers.

2 Frontières communes et sous-ensembles

Le second défi pour identifier le périmètre de gestion ou de surface financière des investisseurs institutionnels, est lié à l'imbrication de leurs structures relevant d'activités diverses exercées dans des cadres décentralisés.

Un exemple simple repose sur les liens entre le monde mutualiste de la protection sociale et celui des retraites complémentaires.

Les groupes de protection sociale (GPS) mutualistes et leurs prérogatives déléguée

Les actifs totaux du **groupe AG2R La Mondiale** ressortaient à 118,1 milliards d'euros fin 2022 (contre 138,8 Mds€ fin 2021) dont 103 Mds€ au titre des activités assurantielles et 15,1 Mds€ au titre de la retraite complémentaire gérés dans le cadre du régime **Agirc-Arrco**, dont **AG2R** est un des principaux « délégués ».

A l'inverse, l'**Agirc-Arrco**, ou plus précisément le GIE faîtière de la fédération des régimes de retraite complémentaire, n'a pas vraiment la main sur les 67,7 milliards de réserves (valeur 2022) des régimes qu'il supervise.

Au **GIE Agirc-Arrco**, à Paris rue Jules César, on gère 29,5 milliards d'euros d'actifs financiers au niveau de la fédération Agirc-Arrco fin 2022 (sur 67,7 milliards de réserves de l'ensemble du régime incluant les réserves gérées par les **institutions de retraite complémentaire (IRC)** au sein des **groupes de protection sociale (GPS)**).

Nébuleuses mutualistes

Il peut être bien difficile pour les néophytes, étrangers au monde mutualiste, d'identifier les contours de leurs groupes ou unions.

Groupe VyV

Selon sa présentation « *Le **groupe VYV** est à la fois le premier acteur de l'assurance santé en France et le premier opérateur national de services de soins et d'accompagnement. Ce groupe puissant entend devenir un acteur référent de l'économie sociale et solidaire, capable d'imaginer et de construire l'avenir d'une protection sociale toujours plus solidaire et résistant aux seules logiques marchandes.* »

Vu de loin, le **groupe VyV** est une nébuleuse regroupant de multiples entités ayant leur propre identité, avec une autonomie comptable et financière relativisant la notion et lisibilité en tant que « groupe » au sens capitalistique classique du terme.

Parmi les entités rassemblées autour du **groupe VyV** on peut citer notamment : **Harmonie Mutuelle** (santé), **MGEN** (Mutuelle Générale de l'Education Nationale), **SMACL** (assurance des collectivités territoriales, des élus et agents territoriaux et des associations), **MNT** (mutuelle du Territoire), **MMG** (Mutuelle Mare Gaillard Antilles-Guyane), **UMEN** (mutuelle de la presse), **Mutex** (assurance-vie), **UMR** (retraite supplémentaire)...

Techniquement l'Union mutualiste de groupe (UMG) VyV est régie par le Livre I du Code de la Mutualité. Elle a une vocation stratégique et prudentielle consistant à :

- **prendre et gérer des participations**, au sens du 10° de l'article L. 310-3 du code des assurances, dans des entreprises mentionnées aux articles L. 310-1 ou L. 310-1-1 du code des assurances, ou dans des entreprises d'assurance ou de réassurance dont le siège social est situé hors de France ;
- **nouer et gérer des relations financières fortes et durables** avec des entreprises d'assurance dépourvues de capital social, quelle que soit leur nature institutionnelle.

VyV n'est pas en mesure d'établir des comptes « consolidés », comme bien des groupes mutualistes (fédération du Crédit Agricole...), mais uniquement des comptes « combinés ».

Mutualisation privée

Des moyens financiers mis en commun peuvent être comptés deux fois.

Le Fonds Stratégique de Participations

Le **Fonds Stratégique de Participations (FSP)** est un véhicule d'investissement de long terme, financé par 7 grandes compagnies d'assurance françaises. L'objet du FSP est de prendre des participations qualifiées de « stratégiques » dans le capital de sociétés françaises et de siéger à leur gouvernance. Ses actionnaires sont : **BNP Paribas Cardif, CNP Assurances, Crédit Agricole Assurances, Société Générale Assurances, Groupama, Natixis Assurances, Suravenir**, et sa gestion est déléguée à un prestataire dédié.

Le conseil d'administration du FSP a désigné **ISALT - Investissements Stratégiques en Actions Long Terme** en tant que société de gestion du FSP. Avec 2,2 milliards d'euros d'actifs, le FSP peut être comptabilisé comme investisseur institutionnel à part entière, mais ses parts, détenues par chacun des 7 assureurs commanditaires, figurent aussi dans la comptabilisation de leurs propres actifs.

BPCE Vie

BPCE Vie sert différentes entités du groupe **Banque Populaire Caisse d'Épargne (BPCE)**, comme au sein des autres grands groupes de bancassurance.

Filiale à 100 % de **Natixis Assurances**, BPCE Vie est une compagnie d'assurance-vie créée en 1982 pour proposer des contrats d'épargne et de retraite aux clients des **Banques Populaires**. Son activité s'est étendue depuis aux clients d'autres réseaux du **Groupe BPCE : Crédit Maritime** (2006), **Banque Chaix, Banque de Savoie, Banque Dupuy de Parseval, Banque Marze** (2008), **Caisse d'Épargne** et **Banque BCP** (entre janvier et octobre 2016 selon les établissements).

À retenir

Univers complexe aux liens subtils

Comment compter les réserves des investisseurs institutionnels ? Comment les délimiter et les distinguer, pour mieux les compiler et les additionner ?

Tous ceux qui s'y essaient aboutissent malheureusement à des résultats biaisés et faussés par des doublons (voire triples comptages) ou, au contraire, avec des angles morts et des oublis.

La sagesse et la rigueur commandent de décrire la complexité et les subtilités de l'univers des investisseurs institutionnels tel qu'il est, tout en nuances.

Univers en expansion et consolidation

Comme dans bien des domaines de services, la course aux gains de productivité passe par la consolidation et le rapprochement des acteurs, pour accroître leurs sources de revenus et optimiser leurs coûts.

Ainsi, des investisseurs institutionnels se rapprochent chaque année, ce qui se traduit par une croissance de la taille des institutions, mais aussi une diminution du nombre d'acteurs.

Mercato des alliances mutualistes

Aéma : Après la création de l'union mutualiste de groupe (UMG) **Aésio en 2016**, les trois mutuelles fondatrices (ADRÉA, APRÉVA et EOVI-MCD) ont fusionné en 2021, pour créer **Aésio mutuelle**, qui s'est rapprochée de la **Macif** pour créer le **groupe Aéma**, rejoint en septembre 2021 par le rachat d'**Abeille Assurances (ex-Aviva France)** cédé par sa maison mère britannique). Aéma inclue aussi la société de gestion **Ofi Invest**, enrichie en 2022 par l'apport d'**Aviva Investors France**, ayant porté ses actifs sous gestion à 200 milliards €.

Aéma Groupe, nouveau mastodonte des services financiers, se présente aujourd'hui comme le 5^{ème} groupe d'assurance en France, proposant un ensemble de prestations d'assurance couvrant 11,7 millions de personnes. **Aéma** s'est encore élargie par l'affiliation de la Mutuelle des **Métiers de la Justice (MMJ)** en 2023, tandis que sa « filiale » **Ofi Invest** rachetait début 2023 la société de gestion **Egamo** au groupe mutualiste VYV (64%).

Pourtant, « il n'y a pas d'investissement au niveau de la tête de groupe » Aéma : « Les investissements sont effectués directement par les entités d'**Aéma Groupe (Macif, Abeille Assurances et AÉSIO mutuelle)** », précise Aéma.

En 2023, la **mutuelle Carac** a fait l'acquisition d'**Ageas France**, aussitôt rebaptisé **Selencia**. **Ageas France**, filiale de l'**assureur belge Ageas**, reconstitué après le sauvetage du groupe bancaire **Fortis**, était à vendre depuis 2022 et convoité par plusieurs institutions financières, dont le **groupe VyV**, **BNP Paribas Cardif**, ainsi que **Groupama** et la société d'investissement cotée en bourse **Eurazeo** (anciennement liée à la **banque Lazard**).

En 2023, La **France Mutualiste**, mutuelle d'assurance-vie, est entrée en négociation exclusive pour rejoindre le groupe de protection sociale **Malakoff Humanis** : « La mutuelle, dont l'affiliation à la SGAM (Société de Groupe d'Assurance Mutuelle) Malakoff Humanis doit être finalisée avant l'été 2024, va ainsi permettre au groupe de protection sociale, actuellement 13^{ème} sur ce marché, de doubler en taille sur l'épargne retraite » (**source L'Agefi**).

Pour l'avenir

D'autres opérations continueront d'affecter les contours des investisseurs institutionnels...

CCR Ré, filiale de réassurance concurrentielle de la **Caisse Centrale de Réassurance (CCR)**, va changer d'actionnaires à la suite de sa cession par le **réassureur public**. **SMABTP** et **MASCF**, vont se partager **CCR Re** avec des parts respectives de 56,25% et 18,75% du capital. Elles pourraient racheter la totalité du capital d'ici à 2026, la CCR ayant conservé une option de vente sur les 25 % restant, elle ne pourra céder ses parts qu'aux deux nouveaux actionnaires (**source L'Agefi**).

Neuflice Vie, est mise en vente par ses actionnaires, la banque néerlandaise **ABN AMRO** (qui possède 60%) et l'assureur **AXA** (40%). La **banque Lazard** aurait été missionnée pour trouver un acquéreur. Parmi les candidats potentiels dont les noms circulent, on peut citer par ordre alphabétique **AG2R La Mondiale**, **Apicil**, **BNP Paribas Cardif**, ou **Sogecap**.

Contexte de la dynamique expansion/consolidation (forces, macro/externe)

Pressions du marché, des régulateurs et pouvoirs publics à la consolidation :

Face aux difficultés d'assurer des risques croissants, ou de faire face à des crises financières, les réglementations prudentielles de plus en plus exigeantes poussent les institutions financières à se regrouper, notamment la directive Solvabilité II ou les règlements Bâle III.

La retraite pousse aux fusions

Les rapprochements d'institutions financières délégataires de la gestion des régimes de retraite Agirc et Arrco illustrent bien la dynamique de consolidation à l'œuvre au sein de l'univers des investisseurs institutionnels, qui a pris de l'ampleur depuis 40 ans et s'est accéléré ces dernières années.

On recensait :

- 110 institutions gérant 250 caisses de retraite Agirc ou Arrco en 1985 ;
- 57 groupes de protection sociale (GPS) gérant les régimes de retraite Agirc et Arrco en 1994 ;
- 44 institutions gérant les caisses de retraite complémentaires des salariés du privé en 2000 ;
- 17 institutions gérant les caisses de retraite complémentaires des salariés du privé en 2015, dont les cinq plus gros – **AG2R La Mondiale, Humanis, Malakoff-Mederic, Klesia et Pro-BTP** – concentraient 82% des cotisations Agirc-Arrco.

Pour encourager les rapprochements, tout en évitant une trop forte concentration, les instances paritaires de l'Agirc-Arrco ont établi une règle selon laquelle aucun groupe de protection sociale ne devait gérer moins de 10% ni plus de 30% de la retraite complémentaire Agirc-Arrco. Le seuil minimum exclut « *les structures opérant dans les DOM dès lors qu'elles ont conclu une convention d'adossment avec un groupe métropolitain* ».

Cette règle a été formellement adoptée par l'Agirc-Arrco en novembre 2013 dans le sillage de l'Accord national interprofessionnel (ANI) du 13 mars 2013, dans le cadre d'un objectif plus large de rationalisation et réduction des coûts de gestion du régime de retraite.

Cette règle a été tacitement abandonnée, ne résistant pas à la poursuite des concentrations, quand le rapprochement entre **Humanis** et **Malakoff-Mederic** (en 2019) a donné naissance à **Malakoff Humanis**, gérant aujourd'hui près de 40% du régime de retraite Agirc-Arrco.

La répartition des institutions de retraite en terme de parts de marché des opérations de retraite Agirc-Arrco et de gestion des réserves était la suivante :

INSTITUTION DE RETRAITE OU GROUPE DE PROTECTION SOCIALE (GPS)	PART DES OPÉRATIONS AGIRC-ARRCO	PART DES RÉSERVES GÉRÉES
Malakoff Humanis	38,7%	19,5%
AG2R La Mondiale	24,3%	21,0%
Alliance Pro (ProBTP, Agrica, Audiens, Lourmel, IRP Auto, B2V)	18,2%	8,2%
Klesia	12,1%	3,9%
Ircem	3,2%	0,6%
Apicil	2,6%	0,8%

Sources : agirc-arrco 2023 / Agefi.fr

4 | Allocations et stratégies

Comment les institutionnels gèrent leurs réserves ?

Les investisseurs institutionnels gèrent collectivement plusieurs trillions d'euros, des milliers de milliards, mais avec des stratégies variables selon leurs engagements et leurs anticipations.

Typologie des allocations d'actifs institutionnelles

Difficile à suivre. Du fait des frontières et chevauchements complexes évoqués précédemment (**3. Périmètres et consolidation**) l'allocation d'actifs peut varier au sein d'une même institution selon le périmètre étudié.

Défi épistémologique de l'allocation d'actifs

Outre l'appréciation du périmètre observé, comparer la composition des actifs gérés par les institutions financières est délicat pour deux raisons.

RAISON 1

Il n'y a pas de **nomenclature** ou de **vocabulaire commun** pour classer les actifs par catégories. Par convention, on distingue habituellement les investissements par **classes d'actifs (obligations, actions, immobilier, trésorerie, etc)**.

Mais les frontières sont floues, ou poreuses, par exemple entre **obligations court terme et trésorerie**, fonds **diversifiés**, fonds d'**allocation**, actifs de **rendement**, actifs de **performance**, gestion **alternative** et titres **non-cotés**, incluant ou non les **prêts** et **infrastructures...**

RAISON 2

La **répartition des actifs par nature** ne rend pas forcément compte de l'allocation des **investissements par destination**, avec les différences de risques associés. Par exemple, un **actif immobilier** n'a pas le même rôle et représente un risque différent dans l'allocation des investissements, selon qu'il s'agisse de **placements ou locaux de l'institution**.

De même pour les **titres non-cotés**, selon qu'il s'agit de **capital-risque**, de **participations stratégiques** ou dans des **filiales**.

Typologie et périmètres difficiles à suivre (exemple : EdF)

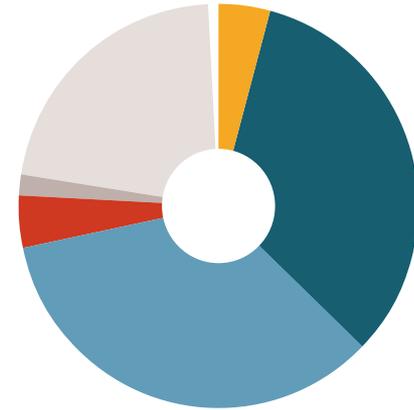
Le groupe énergétique français, producteur d'électricité d'origine nucléaire (à 66,6% vs 13,7% d'origine renouvelable, et 19,7% d'origine fossile), **gère plus de 50 milliards d'euros d'actifs financiers (50,34 milliards fin 2022)**, avec des contraintes et horizon d'investissement strictement distinctes pour ses 3 portefeuilles d'actifs.

Total des 3 principaux portefeuilles d'actifs (2022):

- Actifs dédiés à la couverture des provisions nucléaires en France : **34 milliards €**,
- Actifs externalisés de couverture des engagements sociaux en France : **9,4 milliards €**,
- Actifs externalisés (fonds de pension) de couverture des retraites au Royaume-Uni : **7,039 milliards €**.

Chaque portefeuille ayant une stratégie différente, l'allocation d'actifs communiquée est celle d'un portefeuille spécifique (en l'occurrence pour EdF le fonds de démantèlement nucléaire).

Allocation des actifs dédiés à la couverture des provisions nucléaires en France



Trésorerie	4,2%
Obligations	33,2%
Actions	34,5%
Immobilier	4,2%
Capital investissement	1,6%
Infrastructures	21,7%
Diversifié	0,6%

Répartition des actifs dédiés à la couverture des provisions nucléaires en France (€34bn)

Tendances d'évolutions stratégique et tactique

Toute la palette des allocations existe, du plus « sûr » au plus « dynamique »...

Par souci de rigueur, le Guide Investisseurs Institutionnels de L'AGEFI n'est pas une base de données au sens strict, dont il ne peut avoir les caractéristiques, pour les raisons évoquées en préambule : certains champs se chevauchent et les données fournies ne sont pas homogènes.

Les résultats agrégés de cette enquête exclusive sont néanmoins riches d'enseignements pour l'observation du monde des investisseurs institutionnels.

L'exploitation des données collectées pour le Guide Instit Invest, apporte un éclairage passionnant sur les actifs des institutions financières françaises, dont voici la synthèse.

COMPARAISON DES ALLOCATIONS	MOYENNE	MAXIMUM	MÉDIANE	MINIMUM
Trésorerie (Liquidités, DAT, fonds...)	10,5%	100,0%	4,5%	0,0%
Obligations	55,8%	100,0%	59,3%	8,9%
Obligations Convertibles	1,8%	11,0%	0,0%	0,0%
Actions	18,1%	100,0%	12,8%	0,0%
Diversifié (fonds d'allocation)	8,6%	63,0%	4,0%	0,0%
Capital invest. / Private Equity	2,8%	13,0%	2,0%	0,0%
Immobilier	11,0%	34,0%	9,9%	0,0%
Infrastructure	3,2%	21,7%	1,4%	0,0%
Gestion alternative (FIA, hedge...)	1,6%	9,4%	0,4%	0,0%
Autres (dont participations...)	5,7%	42,0%	2,9%	0,0%

Source : L'INSTIT - 80 investisseurs institutionnels - / calculs L'AGEFI

Trésorerie

- En dehors de besoins de trésorerie précis, dans le cadre de leurs missions, les investisseurs institutionnels n'ont pas vocation à laisser dormir leur argent sur un compte courant, comme le font les particuliers. C'est souvent interdit par leur règlement financier, les obligeant à investir en phase avec leurs engagements.
- Frontière floue avec obligations CT, et info non précisée pour 20% des institutions (soit 0% trésorerie, soit trésorerie incluse dans les obligations)
- Parmi les 80% d'investisseurs institutionnels de notre panel publiant leur trésorerie, ces actifs sans risque représentent en **moyenne 10%** des réserves. Mais la moitié des institutions ont **moins de 5% (médiane)** en trésorerie.
- Parmi les institutions ayant le plus de trésorerie on remarque surtout des philanthropies (**Abbé Pierre 100% cash, Fondation de France 48,5%, Louvre 30%, FRM 19,5%...**) mais aussi le **FGDR (69%)** ou le **FGV (20,4%)**.

Obligations

- Pour des raisons prudentielles, les obligations sont le placement privilégié de la plupart des institutions financières. Les obligations (détenues en direct, par opposition aux fonds obligataires) garantissent en principe un revenu fixe avec une valeur et une échéance de remboursement prévisibles.
- On observe que les institutions de notre panel ont en moyenne **56% d'obligations**, mais que la moitié des institutions en ont **plus de 59%** (médiane).
- Les assureurs vie ont les plus fortes allocations en obligations, autour de trois quarts à 80% de leurs actifs, notamment pour **BPCE Assurances (79,5%), Mutex (79%), SG Assurances (75,8%), Groupama (77,6%) ou Neuflyze Vie (72,2%)**.
- **La hausse des taux d'intérêt est perçue comme une aubaine** pour placer les actifs avec une **meilleure rentabilité**, même si cela a pénalisé leur valorisation en 2022.

Obligations convertibles

- Titres « hybrides », appréciés pour l'asymétrie de leur couple rendement/risque (potentiel de gain lié aux actions, risque de perte circonscrit par l'échéance de remboursement), les obligations convertibles restent une sous catégorie comptabilisée parmi les obligations.
- Seule une quinzaine d'investisseurs institutionnels de notre panel précise détenir des obligations convertibles de façon distincte de leur poste « obligations ».
- En tête de ces adeptes des « convertibles » on remarque le **Groupe de Protection Sociale B2V** via sa société de gestion **Prévaal Finance (11% fin 2022 vs 9% fin 2021)**, la Caisse de retraite des experts comptables (**CAVEC ; 9,8%**), ou celle des agents généraux d'assurance (**CAVAMAC ; 9,3%**). Certaines institutions ne distinguent plus ces titres de leur portefeuille obligataire en 2022, alors qu'elles précisaient leur part d'obligations convertibles en 2021 (Agrica 5%, Carmf 10%).

Actions

- Les actions sont des investissements à revenus et capital variable, c'est-à-dire risqués en terme prudentiel, mais également potentiellement plus protecteurs du pouvoir d'achat à long terme, ce qui en limite l'accès en cohérence avec les engagements des institutions.
- Ainsi, la moitié des institutions de notre panel ont **moins de 13% d'actions (médiane)**. Mais les institutions qui peuvent se le permettre en ont des proportions plus élevées, portant la pondération **moyenne en actions à 18%** pour notre panel.
- Un quart des institutions de notre panel AGEFI a placé **plus d'un quart en actions**.
- Les actions sont surtout privilégiées par les institutions gérant des réserves à très long terme, notamment pour la retraite (**autour de 40%** pour la **Carmf, CAVAMAC, CAVEC, Cipav, Ircantec, FRR**) mais aussi pour la gestion « environnementale » de l'énergie nucléaire (**Orano 43%, EdF 35%**). Avec 100% d'actions, le **Fonds stratégique de participation (FSP)** est une exception, ayant vocation à n'investir qu'en actions pour le compte de ses commanditaires assureurs.

Immobilier

- D'un côté, la pierre est prisée pour ses perspectives de revenus indexés et la relative protection de pouvoir d'achat, liée à sa valorisation, notamment foncière. D'un autre côté, l'immobilier comporte des risques multiples (liquidité, opérationnels...) ayant échaudé les institutionnels par le passé.
- **Trois quarts des institutions** du panel Guide AGEFI L'INSTIT détiennent des **investissements immobiliers** (hors locaux d'usage). Elles ont placé **en moyenne/médiane autour de 10%** de leurs réserves en immobilier.
- **10% des investisseurs institutionnels ont placé dans la pierre plus de 20%** de leurs réserves, avec en tête la **Mutuelle Familiale (34%), Théléme Assurances (33%), l'Institut de France (27%), la Caisse de retraite des navigants CRPNAC (24%) ou le groupe Prévoir (23%)**.

Non coté / Private equity

- Promus pour leur potentiel de plus-value, les investissements en **actions non cotées**, ou **private equity**, font l'objet de **controverses** sur leur liquidité, leur gouvernance et leur mode de gestion, et la transparence de leurs performances pour les clients.
- **La moitié des institutions** de notre panel indique **détenir des investissements en actions non cotés** (certains investisseurs ne distinguent pas les actions cotées ou non).
- Certains investisseurs peuvent agréger leurs actions non cotées dans la classe d'actifs « actions », d'autres peuvent inclure dans leurs actifs non cotés, aussi bien des actions (private equity) que des prêts (loans) ou des projets d'infrastructure (prêts/actions).
- Parmi les investisseurs institutionnels détenant des investissements non cotés, ces derniers pèsent en **moyenne 3%** de leurs actifs, mais la moitié de ceux qui en ont y placent moins de **2% (médiane)** de leurs réserves.

Infrastructures

- Financer directement des projets d'infrastructure est un bon moyen pour les investisseurs institutionnels de se garantir des rendements à long terme, procurés par les revenus de ces infrastructures.
- L'investissement en infrastructures s'est développé depuis deux décennies, notamment grâce à l'adoption des **partenariats publics privés (PPP) en France (2004)**, mais il n'échappe pas aux problèmes du non coté (liquidité, gouvernance...).
- **Un tiers des investisseurs institutionnels** de notre panel déclare investir en infrastructure (sans préciser la part dette/capital), pour une proportion **médiane de 1,5% fin 2022 (vs 1% fin 2021)**. Certains investisseurs peuvent classer les infrastructures avec leurs investissements non cotés, voire par nature (dette/capital).
- **EdF** fait exception, en raison de la nature de son portefeuille dédié au financement du démantèlement des centrales nucléaires. Au sein de ce portefeuille, la part consacrée au financement d'infrastructures, notamment liées au développement d'énergies alternatives ou renouvelables, est montée à **21,7% en 2023**, soit une hausse relative de 35% par rapport à son poids de 16% dans l'allocation fin 2022.

Contexte et enjeux de la gestion financière institutionnelle

Pour les investisseurs institutionnels, la gestion stratégique des actifs doit d'abord être cohérente avec la gestion de leurs engagements : c'est la **gestion actif-passif (asset-liability management, ou ALM** en anglais).

Dans un second temps, la **gestion dite « tactique »** consiste à adapter leurs décisions d'ajustements des investissements, dans le cadre de leur gestion stratégique (ou de leur règlement financier), afin d'**optimiser les opportunités** au regard des risques anticipés sur les marchés financiers.

5 | **ISR, ESG, ODD, approche extra-financière**

Longtemps considéré comme un « gadget marketing », l'investissement socialement responsable (ISR) et plus précisément la prise en compte de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), deviennent des réalités incontournables, tant sur le plan réglementaire que d'un point de vue citoyen.

Rôle modèle des institutionnels en gestion extra-financière

Après une première enquête générale lors de sa collecte d'information de 2021, L'AGEFI a souhaité explorer plus en détail l'avancement des investisseurs institutionnels en matière de prise en compte des critères ESG en ligne avec les Objectif de Développement Durable (ODD) au cours des enquêtes 2022 et 2023, objet de ce rapport. On découvre des surprises !

Avancement varié de l'approche extra-financière

En amont de l'Accord de Paris, adopté lors de la COP 21 de décembre 2015, la France a été pionnière pour promouvoir la prise en compte de critères extra-financiers ESG par les investisseurs institutionnels.

L'article 173 de la Loi de Transition Énergétique pour une Croissance Verte (LTECV) d'août 2015, a contraint les institutions financières à publier un rapport annuel extra-financier expliquant si et comment elles intégraient les notations et les mesures ESG dans leurs décisions d'investissement financier. Cette loi a servi de **modèle** pour le **règlement européen Disclosure (publié le 27 novembre 2019)**.

Puis l'article 29 de la nouvelle Loi Énergie-Climat (LEC), adoptée le 8 novembre 2019, a complété les exigences de reporting annuel extra-financier.

Obligatoire pour la plupart des **institutions financières** ou **gestionnaires d'actifs** ayant plus de **500 millions d'euros d'actifs au bilan ou sous gestion**, ce rapport extra-financier a été étendu aux **établissements de crédit**, aux **réassureurs** ou aux **fonds de pension professionnels (caisses de retraite et FRPS en France)** et tout **véhicule d'investissement** gérant plus d'un **demi-milliard d'euros**.

Premier constat : l'ESG encore un décor ?

Au-delà d'un affichage de façade, mettant quasi-systématiquement en avant leur engagement pour le climat, dans un monde meilleur et durable, tous les investisseurs institutionnels sont encore très loin d'accorder la même attention à la gestion ESG, avec une prise en compte extrêmement variable des paramètres d'investissement extra-financiers.

Bonnes pratiques de l'approche extra-financière !

Sur plus de 80 institutions figurant dans le GUIDE Investisseurs Institutionnels de L'AGEFI, les **deux tiers publient un rapport extra-financier**, ou des indicateurs extra-financiers avancés dans leur rapport annuel.

En complément des réponses fournies par les institutions, **L'AGEFI a déniché (parfois bien cachés)**, analysé et **exploité**, plus d'une **trentaine de rapports ESG** dits « Article 29 » (LEC 2019) ou DPEF (Documents de Performance Extra-Financière) prévus dans le cadre de Non Financial Reporting Directive (dite NFRD 2014) pour les entreprises privées (>250 employés et 20 millions d'euros de bilan ou 40 millions d'euros de revenus).

CONSTAT N°1

L'absence de DPEF ou de rapport Article 29, ou l'impossibilité de trouver ces rapports sur les sites Internet des Investisseurs Institutionnels, ne semble pas recouper l'obligation légale d'en produire, auxquels sont soumis ces investisseurs de par leur taille.

Des institutions, communiquant par ailleurs sur leurs « **engagements ESG** », seraient en **retard pour le respect de leurs obligations d'information ESG** (« **Article 29** » ou **DPEF**).

CONSTAT N°2

Parmi les institutions publiant un rapport extra-financier, l'ampleur et la qualité des analyses extra-financières de leurs critères ESG s'avèrent très variables :

- **des moins étoffés**, souvent liés aux moyens modestes (financiers et humains) de petites institutions comme les caisses de retraite des professions libérales **CAVEC (16 pages)**, **CAVOM (22 pages)**, ou **CAVP (28 pages)** mais aussi d'acteurs plus majeurs comme **Klesia (« Article 29 » 7 pages « incidences négatives », DPEF 23 pages)**
- **aux plus étoffés**, comme ceux consultés pour des institutions financières importantes, comme **Covéa (54 pages)**, **Malakoff Humanis (56 pages)**, **Ircantec (80 pages)**, **AG2R-La Mondiale (83 pages)**, **Crédit Agricole Assurances (85 pages)** ou **SwissLife (121 pages)**.

Le cas d'**Abeille Assurances** illustre ce **grand écart**, avec un **DPEF de 30 pages** et un **rapport « Article 29 » de 100 pages**.

Voici, sans classement, quelques-unes des bonnes pratiques relevées au cours de notre enquête pour le Guide Instit Invest.

AG2R La Mondiale

Engagement historique au sein du **Forum pour l'Investissement Responsable (FIR)**, chapitre français du **SIF (Sustainable Investment Forum)**.

La démarche d'investissement responsable du **Groupe AG2R La Mondiale**, qui s'est développée dès le début des années 2000, couvre aujourd'hui la totalité des actifs. Elle procède d'une « charte » adoptée fin 2016 et sa maturité a permis au groupe de rejoindre le collège investisseurs des **PRI (Principes pour l'Investissement Responsable des Nations Unies)** en avril 2018.

La gamme de **fonds ISR** gérés par la société de gestion interne capitalise près de 10 milliards d'euros et comptait 6 fonds **labellisés ISR** dont un fonds **labellisé ISR et Finansol** dès 2020.

Matmut décharbonne

La **SGAM Matmut** a décidé, sur 2019, de suivre la politique d'exclusion charbon mise en place par OFI. Cette politique s'applique pour les nouveaux investissements entrés en portefeuille sur 2019. La politique d'exclusion est l'application de deux listes qui sont complémentaires :

- la propre politique définie par **OFI AM** qui concerne les entreprises détenant des mines de charbon;
- la **Coal Plant Developer List (CPDL)** qui exclut les entreprises les plus impliquées dans les projets d'expansion de centrales thermiques utilisant du charbon et les plus impactantes dans la mise en œuvre de la politique énergétique de chaque pays.

Elle évite également des exclusions radicales. La politique charbon a évolué en excluant de tous les OPC ouverts, dont la gestion est assurée par OFI, tout investissement qui ne respecte pas les seuils de la **Global Coal Exit List (GCEL)**, avec comme engagement l'arrêt total du financement du charbon au plus tard en 2030. À noter que la SGAM Matmut n'a aucun émetteur appartenant à cette liste en portefeuille.

Environnement : la foire au carbone !

L'empreinte carbone est un terme entré dans le vocabulaire commun. On entend et on lit partout des débats sur cette « empreinte carbone », mesurant le poids des gaz à effet de serre dégagés par la production ou l'utilisation de n'importe quel bien (agricole, voiture, smartphone) ou service (streaming, transports...).

En 2023, la 1^{ère} édition de cette étude L'Instit, contenait un échantillon **d'intensité carbone de 15 institutions financières**, aux résultats totalement hétéroclites.

En 2024, pour la 2^{ème} édition de L'Instit, L'AGEFI a recueilli l'intensité carbone communiquée par **64 investisseurs institutionnels, soit 4 fois plus que l'an dernier**, couvrant **80% du panel du Guide de L'AGEFI**. C'est un progrès !

En revanche, les doutes sur la comparabilité, voire la signification et la fiabilité des mesures d'intensité carbone, nous dissuadent de publier à nouveau un comparatif nominatif (cette fois, on publie les chiffres mais les noms sont « codés »).

Des mesures de CO2 INCOMPARABLES pour 7 raisons

Avec le développement des **mesures d'empreinte carbone au niveau des sociétés cotées**, et de **l'intensité carbone des portefeuilles d'investisseurs** dans ces sociétés, on pensait trouver là une **mesure simple et harmonisée, disponible**, pour appréhender d'un coup d'œil **l'implication des Investisseurs Institutionnels** concernant leur **approche ESG** avec une **dimension Environnementale comparable**. **C'EST FAUX !**

La mesure d'intensité carbone en question :

INTENSITÉ CARBONE DES PORTEFEUILLES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	EN TONNES D'ÉQUIVALENT CO2 PAR MILLION D'EUROS INVESTI (TCO2EQ/M€) ⁽¹⁾
Maximum	934,40
Moyenne	188,59
Médiane	128,29
Minimum	36,40

(1) **ATTENTION**, statistiques sur des données INCOMPARABLES. Lire ci-après.

Source : L'INSTIT - 64 investisseurs institutionnels - / calculs L'AGEFI

Piège de simplification

Pour appréhender la prise en compte des critères environnementaux par les investisseurs institutionnels, l'AGEFI leur demandait d'indiquer le niveau d'émission de CO2 moyen lié à leurs investissements.

Les failles identifiées l'an dernier concernant ces mesures d'intensité carbone sont confirmées par l'approfondissement de nos enquêtes et analyses sur ce sujet.

Les réponses à notre test « **intensité carbone des portefeuilles** » sont un exercice d'humilité pour les observateurs souhaitant comparer la contribution des investisseurs institutionnels à la transition énergétique, pour au moins **7 raisons**.

RAISON N°1

Périmètres des émissions polluantes en CO2 ou GES, ou « scopes » 1, 2 & 3

Le **bilan carbone** mesure les **gaz à effet de serre (GES)**, plus particulièrement le **dioxyde de carbone CO2**, émis par une société ou un acteur économique (pays, emprunteur, etc.). Le bilan est établi selon **3 périmètres** d'observation (scope, en anglais) :

- **les émissions directes** de CO2 par l'entreprise ou entité (**Scope 1**)
- **les émissions indirectes liées à l'énergie consommée** par l'entité (**Scope 2**)
- **les autres émissions indirectes (Scope 3)** associées à l'ensemble des activités de l'entité, en **amont (fournisseurs)** et en **aval (utilisation des produits ou services)**, par exemple voiture/avion).

RAISON N°2

Pollution des émissions de CO2 ou GES estimée non mesurée

Comment les entreprises mesurent-elles leurs émissions directes de CO2 ? Comment mesure-t-on les émissions de CO2 ou GES liées à la consommation d'énergie par chaque entreprise ? Et celles d'un pays tout entier, pour estimer la pollution liée à un emprunt d'Etat ?

Réponse : on ne les mesure pas. Il s'agit d'estimations faites à partir de modèles. Quelle que soit la pertinence « théorique » de ces modèles, ils restent « théoriques » et peuvent mal rendre compte du niveau réel d'émissions de CO2 estimé pour chaque émetteur, en scope 1 et 2, et plus encore en scope 3.

RAISON N°3

Tonnes de CO2 par million d'euros de quoi ?

La première difficulté en lisant ce tableau est de comprendre ce qu'on mesure, car au-delà du périmètre étudié (**Scope 1 et 2 ou incluant le 3**), on observe trois mesures de bilan carbone en compétition.

Tco2/m€ CA : Certains mesurent les émissions en **tonnes de CO2 par million d'euros de chiffre d'affaires** (ou par million d'euros de PIB dans le cas d'un pays, par exemple le bilan carbone des emprunts d'Etat).

Tco2/m€ invest : D'autres s'intéressent aux émissions carbone en **tonnes de CO2 par million d'euros investis**. Pour ce ratio, au lieu de les diviser par le chiffre d'affaires, on divise les **émissions de CO2 par la capitalisation boursière** de la société en portefeuille.

Tco2/m€ VE : Enfin, certains mesurent les émissions en **tonnes de CO2 par million d'euros de valeur d'entreprise (VE)**. C'est encore un autre calcul où l'on divise les émissions de CO2 par la **capitalisation boursière de l'entreprise augmentée de ses dettes**.

RAISON N°4**Un jeu de pollution ou de dénominateurs ?**

Vu les règles de ces bilans carbone, deux leviers peuvent réduire la pollution « réelle » ou « apparente » d'un portefeuille d'investissements :

- **diminuer les émissions de CO2 (au numérateur du ratio)** en incitant les sociétés à mieux maîtriser leurs émissions, ou en recherchant des sociétés moins polluantes (par exemple dans des secteurs tertiaires comme les logiciels, moins polluants par nature que l'industrie) ;
- **augmenter la base de comparaison monétaire (au dénominateur).**

Par exemple, **à émissions de CO2 égales**, les sociétés auront un meilleur bilan carbone si elles peuvent afficher un chiffre d'affaires plus élevé (**Tco2/m€ CA**), un bilan ou une capitalisation boursière plus gonflée (**Tco2/m€ Capi**), ou une valeur d'entreprise encore plus élevée (**Tco2/m€ VE** incluant la capitalisation boursière augmentée des dettes de l'entreprise).

RAISON N°5**Contribution à la transition énergétique / Emprunte physique ou monétaire ?**

Au-delà de ces biais de mesure, le bilan carbone est d'une utilité relative pour apprécier la contribution d'un investissement à la transition énergétique. « *Quand on sait que le bilan carbone de **Ferrari** est de **30 Tco2/m€ VE** contre **130 Tco2/m€ VE** pour **Alstom**, on peut s'interroger sur la pertinence de ce critère pour apprécier la contribution à la transition d'un fabricant de voitures de luxe ou de transports en commun* », expliquait un expert lors d'un débat sur la finance durable en février 2023, dans le cadre de l'association d'épargnants Kaori du Secours Catholique.

Des économistes et experts du développement durable s'accordent pour critiquer les limites de l'**approche « monétaire » de la pollution**, préférant une **approche « physique » plus pertinente**. Dans le cas des transports aériens ou ferroviaires, par exemple, les comparaisons sont rendues plus pertinentes en calculant l'**emprunte carbone par km/passager**, c'est-à-dire l'emprunte carbone émise pour la totalité des trajets effectués, divisée par les km parcourus, rapportée au nombre de passagers transportés. Avec une telle mesure, l'emprunte carbone de **scope 3 des trains** d'Alstom en **CO2/km/passager** est **infiniment inférieure** à celle des **véhicules individuels** (Ferrari ou autre).

Malheureusement, ces mesures physiques ne permettant pas les comparaisons entre secteurs ou activités aux enjeux différents, elles sont reléguées par une approche « financière » de l'intensité carbone des investissements, totalement biaisées par les mesures monétaires au détriment de l'appréciation réelle des pollutions aux GES induites par les activités économiques sous-jacentes (comme l'exemple Alstom / Ferrari).

RAISON N°6**Périmètres de pollution (1, 2 & 3) et périmètres d'investissements couverts**

Pour calculer le niveau d'émissions de GES en TCO₂eq/m€ investi, les investisseurs institutionnels doivent disposer de **données de pollution, publiées par chaque émetteur**, ou au pire des cas **estimées par des prestataires** de données extra-financières, pour les émetteurs ne communiquant pas leurs émissions de CO₂.

En plus du problème de **périmètre d'observation des émissions au niveau des émetteurs (scopes 1, 2 & 3)**, s'ajoute donc un problème de **périmètre des investissements dont les émissions sont mesurées** et agrégées par les investisseurs institutionnels, variable selon la **diversité des titres** (actions, emprunts privés ou souverains), et leurs **pays d'origine**.

RAISON N°7**Devises de référence des comparaisons**

Ultime raison de **relativiser les comparaisons** de pollution des portefeuilles en TCO₂eq/m€ investi, on observe que tous les investisseurs **n'utilisent pas les mêmes devises** de référence à tous les niveaux de leurs calculs. Ainsi certains calculent le niveau **TCO₂eq/m€** investi de leur portefeuille, en agrégeant des **données primaires** d'emprunte carbone des émetteurs sous-jacents, calculées **soit en TCO₂eq/m€** de CA ou PIB ou EVIC, soit en **TCO₂eq/m\$** de CA ou PIB ou EVIC.

A émissions de CO₂ constantes, quand la **parité €/US\$ est de 1,10** (fin 2023), les émissions de GES **par million de dollars US semblent inférieures de 9%** par rapport aux émissions de GES par million d'euro.

Exemple : L'Oréal affiche des **émissions de GES de 25.100 TCO₂eq en scope 1 & 2**, pour un chiffre d'affaires de 41,18 milliards d'euros en 2023, soit un taux de **0,609 TCO₂eq/m€** de CA. En convertissant son chiffre d'affaires au **taux de 1,10 fin 2023**, soit 45,3 milliards USD, les émissions de scope 1 & 2 sont **minorées de 9%**, à **0,554 TCO₂eq/m\$** de CA.

Le tableau AGEFI L'Instit des Gaz à Effet de Serre (GES) des investissements

Avec ces réserves, L'AGEFI avait publié en 2023 l'échantillon des émissions en TCO₂eq/m€ investi recueilli auprès de 15 investisseurs institutionnels. Malgré nos précautions, certains avaient pu se sentir défavorisés par l'affichage d'un niveau de GES très supérieur de leur portefeuille comparé à d'autres, en dépit de leurs meilleurs efforts de transparence.

Notre intention n'était pas de stigmatiser des niveaux élevés de TCO₂eq/m€ investi, mais au contraire de montrer la très forte dispersion de ces mesures, relativisant leur comparabilité, voire leur fiabilité, remise en question par nos 7 réserves préalables.

Les données publiées par chaque investisseur institutionnel sont néanmoins intéressantes :

- des données publiques (plus ou moins disponibles et détaillées selon les institutions)
- présomption de bonne foi et compétence des investisseurs pour calculer l'intensité carbone des portefeuilles (contrairement aux émetteurs ayant intérêt à les minimiser)

Nous avons donc choisi de publier ces données sans stigmatiser les institutions, avec un code correspondant au rang de publication de leur fiche dans notre Guide (page/ordre dans la page). Ainsi, chacun peut vérifier que ces données proviennent bien de sources officielles identifiables, en consultant chaque fiche (grâce à notre tableau de correspondance).

EXCLUSIF : ÉCARTS DE 1 À 25 SELON LES MESURES D'INTENSITÉ CARBONE

NOM CODÉ GUIDE AGEFI	INTENSITÉ CARBONE EN TCO2EQ/M€	PRÉCISIONS ET DIFFÉRENCES : dénominateur (CA / PIB / Bilan / Capi / EV), Scopes (1&2 ou 3), couverture (actions, obligations, privé, souverain), devise (€/ USD)
P8-04	36,4	36,4 TCO2eq/M€ en scope 1&2 ; 171 en scope 3
P5-09	38,7	38,7 tCO2eq/M€ investi / valeur entreprise, scope 1&2
P5-08	38,8	38,8 TCO2eq par M investi en valeur de bilan, scope 1&2
P2-02	39	39 tCO2eq/M€ scope 1&2, actions et obligations privées en direct (soit 15% des encours)
P2-07	42	42 TCO2eq/M€ en valeur de bilan, scope 1&2
P2-08	51	51 TCO2eq/M€ de CA ou de PIB (obligations), scope 1&2
P3-06	55	55 tCO2eq/m€ d'EVIC (actions) en scope 1&2, 88 tCO2eq/m€ avec scope 3
P7-01	65	65 Tco2/€m de capi (actions)
P5-12	68	68 TeqCO ² /M€ scope 1&2, Oblig privées en direct, 538,4 TCO2eq/M€ EVIC scope 1 à 3
P7-10	71	71 tCO2/M€ investi en valeur d'entreprise (EV) Scope 1, 2 et 3 amont
P6-08	72	72 Teq CO2/m€ investi, scope 1&2
P6-05	78	78 TCO2eq/M€ investi en valeur de bilan, scope 1&2
P4-09	79	79 tCO2eq/M€ investi rapporté au CA, périmètre 76% du portefeuille obligataire
P1-10	85,5	85,5 TCO2eq/M€ CA, scope1&2 oblig privées (802,3 scope 3), Etats 230,6 TCO2eq/M€
P3-01	88,4	88,4 TCO2eq/M\$ de CA, scope 1&2
P1-12	90,37	90,37 TCO2eq/ M€ de CA, scope 1&2

NOM CODÉ GUIDE AGEFI	INTENSITÉ CARBONE EN TCO2EQ/M€	PRÉCISIONS ET DIFFÉRENCES : dénominateur (CA / PIB / Bilan / Capi / EV), Scopes (1&2 ou 3), couverture (actions, obligations, privé, souverain), devise (€/ USD)
P3-07	91	91 TCO2eq/M€ investi en VE (émetteurs privé), scope 1, 2 et 3 amont
P5-02	92	92 TCO2eq/M€ de CA (émetteurs privé), 143 TCO2eq/M€ de PIB (souverains)
P7-09	95	95 TCO2eq/M€ de CA, scope 1&2
P1-02	108	108 TCO2eq/M€ investi, périmètre emprunts d'Etat Souverains en TCO2/m\$ PIB
P3-12	114	114 tCO2e/M€ CA, scope 1&2, périmètre portefeuille actions et crédit entreprises cotées
P2-12	119,8	119,8 TCO2eq/M\$ de CA, scope 1&2
P7-03	124	124 TCO2eq/M€ de CA (oblig privées) à 202 teqCO2/M€ PIB (souverains), 75% d'actifs
P6-06	126,58	126,58 TeqCO2 / M€ de CA ou PIB (oblig soit 75%), scopes 1&2 (privé) ou 1/2/3 (Etats)
P4-05	130	130 TCO2eq/M€ de CA
P6-02	134	134 TCO2eq/M€, scopes 1/2/3
P1-07	137	137 TCO2eq/M€ de C.A. scope 1&2
P6-01	138	138 TCO2eq/M investi, scopes 1/2/3
P8-01	140	140 tCO2e/USD million sales (actions), 144 teCO2/mUSD (oblig corporate), scope 1&2
P4-11	149	149 TeqCO2 / M€ CA (ac/oblig privées), scope 1&2
P7-12	149,3	149,3 TeqCO ² / M€ EVIC (actions) et 216,1 teqCO ² / CA (oblig), scope 1&2
P8-02	150	150 TCO2eq/M€ Valeur d'entreprise, scope 1&2

NOM CODÉ GUIDE AGEFI	INTENSITÉ CARBONE EN TCO2EQ/M€	PRÉCISIONS ET DIFFÉRENCES : dénominateur (CA / PIB / Bilan / Capi / EV), Scopes (1&2 ou 3), couverture (actions, obligations, privé, souverain), devise (€/ USD)
P8-03	152	152 TCO2eq/M€, scope 1&2
P4-12	155	155 TCO2/M€ investi, Scope 1, 2 et 3
P3-02	175	175 TCO2eq/M€ EV (actions), Scope 1, 2 et 3
P4-07	207	207 à 240 TCO2eq/M€ de CA WACI, scopes 1 & 2
P2-05	211	211 TCO2eq/M€ de bilan (actions) 100 TCO2eq/M€ oblig corp., scope 1&2
P1-06	213	213 (M€ investis), Scope 1, 2 et 3
P5-04	323	175 TCO2eq/M€ PIB Souverains, Scopes 1, 2 et 3 (intégration progressive du scope 3)
P1-09	341,9	341,9 TCO2eq/M€ (Souverains, actif général) 167 tCO ² e par mUSD de CA (portef. UC)
P2-04	349	349 TCO2eq/M€, scopes 1 & 2
P4-10	374	374 TCO2eq/M€, scopes 1 & 2
P6-03	377,87	377,87 TCO2eq/M€, scopes 1 & 27
P7-06	407	407 TCO2eq/M€ (obligations privées et actions) - méthode de calcul ISS, Scope 1, 2 et 3
P7-04	442	442 TCO2eq/M€ de CA des entreprises couvertes, Scope 1, 2 et 3
P2-03	485,8	485,8 TCO2eq/M€, Scopes 1,2 & 3
P3-10	913	913 TCO2eq/M\$ de CA, Scopes 1,2 & 3
P7-02	934,4	934,4 TCO2eq/M€, Scopes 1,2 & 3

Source : L'INSTIT - 48 investisseurs institutionnels - / Données communiquées ou publiées

Les nouvelles frontières des ODD à défricher

Si les répondants à l'enquête du Guide Instit Invest les plus consciencieux, ont fait des efforts pour mettre en avant leur prise en compte des critères environnementaux (E) dans leurs investissements, il était beaucoup plus difficile de mesurer leur prise en compte des critères sociaux (S) et de gouvernance (G) dans leur approche extra-financière.

Social : le parent pauvre de l'ESG

On observe un faible taux de réponse des investisseurs institutionnels concernant la prise en compte des critères Sociaux, le S dans l'approche extra-financière de l'ESG.

Le principal obstacle à la prise en compte de critères sociaux semble être jusqu'ici le manque de critères harmonisés permettant des comparaisons, et de mesure de ces critères.

TÉMOIGNAGE

Agirc-Arrco :

« Les critères sociaux sont à l'étude, nous sommes en recherche de critères légitimes, notamment en liens avec les problématiques du travail (parité des conseils, formation, emploi, représentation syndicale...), qui seraient exploitables, selon le taux de couverture des indicateurs disponibles (dans les entreprises) et selon les pays. Par exemple, le critère de 40% de femmes aux CA est une obligation légale FR, mais pas dans d'autres pays »

3 critères extra-financiers prioritaires, mis en avant par nos répondants

CDC

1. Droits humains
2. Égalité femmes-hommes
3. Accidents du travail

FRR

1. Droits humains fondamentaux
2. Droits fondamentaux du travail
3. Non discrimination et diversité

ERAFP

1. Non-discrimination et promotion de l'égalité des chances
2. Gestion responsable des carrières et anticipation en matière d'emploi
3. Respect du droit syndical et promotion du dialogue social

Scor

1. Lutte contre les inégalités (écart salarial des entreprises, ratio GINI des pays, etc.)
2. Dialogue social (taux de syndicalisation ou conventions collectives, etc.)
3. Part des femmes dans l'encadrement (CA) des sociétés en portefeuille

La France Mutualiste

1. Violation pacte mondial UN
2. Ecart rémunération H/F
3. Diversité des CA « Score d'engagement moyen dans les normes internationales sociales, droits humains et normes sociales, indicateur SFDR optionnel mais suivi. »

Gouvernance tranquille

En matière de gouvernance, une des bonnes pratiques consiste non seulement à voter aux assemblées générales (AG) des sociétés dont l'institution est actionnaire, mais plus encore de prendre parti à l'amélioration de la gouvernance des sociétés à travers l'expression de son droit de vote. Une appréciation de cet engagement actionnarial consiste à mesurer le taux de participation aux AG, mais également le taux d'opposition aux résolutions présentées par les dirigeants, souvent contestables au regard des objectifs de développement durables (ODD).

Bonnes pratiques

Matmut

*« Nous n'avons pas de notion de « critères de gouvernance prioritaires » dans le cadre de notre politique. Ainsi nous avons déterminé que les critères prioritaires sont les domaines pour lesquels le plus de résolutions sont soumises au vote.
Exercice des droits de vote en AG par domaine avec le plus de résolutions soumises au vote - nous ne sommes pas en capacité de vous fournir cette donnée en % des sociétés détenues.»*

Données pour le rapport de vote 2023 sur les données 2022 :

- **Critère 1** : domaine 3 – le gouvernement d'entreprise : 27.6% / Opposition : 22.8%
- **Critère 2** : domaine 4 – les éléments de rémunération : 26.5% / Opposition : 48.0%
- **Critère 3** : domaine 2 –comptes et affectation des résultats : 19% / Opposition : 5.7% »

Ircantec : 42,86% de votes « contre » en 2022

1. L'indépendance et la féminisation des CA
2. Le soutien à la TEE & La stratégie climatique des entreprises
3. Une rémunération des dirigeants socialement tolérable

CA Assurances

- 35 011 résolutions
- 21 % des AG avec vote négatif
- 35 011 votes réalisés sur les enjeux ESG
- 3 084 votes réalisés sur les enjeux sociaux (9 % sur total de votes réalisés)
- 31 765 votes réalisés sur les enjeux de qualité de gouvernance (91 % sur total de votes réalisés) (CAA DPEF 2022 p.66)

Les critères S et G de l'ESG cherchent leurs repères

On manque encore d'études ou autres recherches « macro » ou « transversales » pour appréhender le déploiement et le niveau de prise en compte des critères sociaux S et de gouvernance G, dans l'ISR.

On observe en effet une avalanche d'informations sur les critères environnementaux E, mais on manque encore beaucoup de précisions sur les critères S et G, où l'on observe, empiriquement, un grand retard d'explications des investisseurs institutionnels, au regard des 17 objectifs de développement durable (ODD) hors environnement, en particulier l'égalité entre les sexes (objectif n°5), l'accès à des emplois décents (objectif n°8), ou la réduction des inégalités (objectif n°10).

RÉACTION D'EXPERT

Jean-Guillaume Peladan, responsable de la recherche et gestion environnement à la société de gestion **Sycomore Asset Management**, commente la prise en compte des critères S et G dans la gestion extra-financière :

«*Oui, il y a plus de matières sur le critère E que sur les critères S ou G. Ceci évoque 3 remarques :*

- *Sur le G, dès qu'il y a de la transparence, ce qui est le cas en Europe sur les entreprises, notamment cotées, il y a beaucoup d'informations exploitables (composition et rôle des conseils d'administration et comités exécutifs (comex), rémunérations, diversité, etc...)*
- *Sur le S, c'est plus difficile, car il n'y a pas de référentiels clairs et partagés, qui permettraient d'avoir un langage commun pour l'évaluation de l'utilité sociale/sociétale, du sens, de l'égalité, de l'équité, de la qualité des emplois, du recours au dumping social, etc...*
- *Sur les ODD, c'est un référentiel diplomatique mondial fait d'abord pour les Etats, très bien promu, mais en pratique difficile à mettre en œuvre au niveau micro-économique pour les entreprises...»*

Contexte et enjeux de la gestion extra-financière institutionnelle

Enjeu financier majeur

D'ici 2030 à 2050, les besoins de financement de la transition énergétique sont un enjeu de taille pour les Etats, comme pour les investisseurs institutionnels appelés à y contribuer.

En 2022, les **investissements dans la transition énergétique** ont atteint un record de **1.100 milliards de dollars**, dépassant pour la première fois les investissements dans les énergies fossiles, selon **Bloomberg New Energy Finance (NEF)**.

« *Il faudrait tripler ce montant immédiatement pour atteindre la neutralité carbone en 2050* », commente Bloomberg en s'appuyant sur des estimations de l'**Agence internationale de l'énergie (IEA)**.

Rien que **pour la France**, les besoins d'investissements publics et privés nécessaires d'ici 2030 oscillent entre 22 milliards d'euros par an, selon les calculs de l'**Institute for Climate Economics (IACE)**, et 100 milliards par an selon l'estimation de l'**Ademe** et du **Commissariat général au développement durable (CGDD)**, avec vers « *un ordre de grandeur de 2,5 points de PIB* », estime **France Stratégie**.

« *Les investissements nécessaires au niveau mondial dans la transition énergétique vont représenter 4,2% du PIB du monde d'ici 2050* », retient **Patrick Artus**, l'économiste de la banque **Natixis CIB**, en citant des travaux récents comme le rapport « *Global energy transformation : a roadmap to 2050* » de l'**Agence Internationale des Energies Renouvelables (IRENA, 2019)**.

Au bazar de la finance durable

Depuis vingt ans, les professionnels et les pouvoirs publics cherchent leurs repères pour déterminer les bons critères de gestion extra-financière.

Greenfin

L'Etat a créé dès 2015 un label « Transition Energétique et Ecologique pour le Climat » (TEEC), certifiant les fonds écologiques, rebaptisé Greenfin depuis 2019. Il réunit 95 fonds « verts » gérant 33 milliards d'euros, début 2023, avec des critères stricts, excluant les sociétés tirant plus de 5% de leur chiffre d'affaires des énergies fossiles ou nucléaire.

ISR « best in class »

L'Etat a créé le Label ISR en 2016, obligeant les gérants à choisir des sociétés plus vertueuses que la moyenne, au regard des critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance). On compte plus de 1 100 fonds labellisés ISR début 2023 (743 milliards).

SFDR, Sustainable Finance Disclosure Regulation

Ce règlement européen distingue les fonds en trois catégories : **Article 6** (fonds sans objectif de durabilité), **Article 8** (fonds intégrant des caractéristiques ISR et ESG, même si ce n'est pas leur objectif) et **Article 9** (fonds ayant un objectif d'investissement durable).

Face à l'**insécurité juridique**, de nombreux fonds autoproclamés « Article 9 » ont renoncé depuis à cette étiquette, sous les pressions et menaces de sanction pour « **écoblanchiment** » (**greewashing**).

Taxonomie

Le règlement « **Sustainable finance taxonomy regulation** » sur la taxonomie de la finance durable **adopté par l'UE en juin 2020** a établi un cadre pour faciliter l'investissement durable, en définissant la contribution de **138 activités économiques** considérées comme atténuant le changement climatique ou s'y adaptant.

Face à la crise énergétique, la Commission européenne a **assoupli sa classification** (Taxonomie) des activités « vertes », dès **février 2022**, pour réintégrer certaines activités liées à l'**énergie nucléaire** et au **gaz**, néanmoins considérées comme nuisibles à l'environnement, et toujours **exclues de la taxonomie ISO** et du label français Greenfin.

CSRD Corporate Sustainability Reporting Directive

Cette directive CSRD sur les rapports de durabilité des entreprises, adoptée par la Commission européenne en avril 2021, renforce la précédente directive sur le reporting non financier (NFRD) adoptée en 2014, en étendant les exigences de reporting précédentes à toutes les entreprises européennes cotées ou aux grandes entreprises privées (>250 employés et 20 millions d'euros de bilan ou 40 millions d'euros de revenus). Elle est entrée en vigueur en 2024.

Lu sur [AGEFI.fr](https://www.agefi.fr)

World Benchmarking Alliance (WBA)

Alors que les prises de positions, alliances et autres initiatives sur l'environnemental et le social se multiplient dans tous les segments de la finance, l'indice pointe plusieurs manquements du secteur financier. Comme le fait que **moins de 40% des 395 institutions financières ciblées par WBA aient déjà publié des objectifs zéro carbone** à horizon long-terme. Et dans ces engagements, seulement 2% se sont traduits par des objectifs intermédiaires dont seulement 1% est soutenu par des évidences scientifiques.

Lu sur AGEFI.fr

L'ONU anti-greenwashing

L'Organisation des Nations unies s'attaque désormais aux **fausses prétentions de neutralité carbone**. De nombreuses entreprises et **institutions financières** se sont engagées à atteindre zéro émission carbone pour leurs activités d'ici 2050. Cependant, ces engagements sont devenus une **opportunité publicitaire**, sans parfois de réalité opérationnelle.

Parmi les objectifs, les entités qui se sont inscrites à l'**initiative zéro carbone** volontairement devront **expliquer comment elles vont s'aligner** sur un réchauffement à +1,5°C d'ici début 2023.

6 | Consultants et prestataires

Quels fournisseurs et sous-traitants de services aux institutionnels ?

Quelle que soit leur activité spécifique (assureurs, caisses de retraite...), les institutions financières évoluent dans un écosystème économique reposant sur le recours à des prestataires ou consultants, selon leurs contraintes et leurs besoins.

Des prestataires obligatoires en concurrence

On recense deux catégories de prestataires obligatoires pour les institutions financières :

- Banques et dépositaires-conservateurs, prestataires obligatoires incontournables
- Gérants d'actifs pour compte de tiers, prestataires obligatoires statutaires.

Banques et dépositaires-conservateurs

Que ce soit pour leurs paiements (flux opérationnels ou d'investissements) ou pour la conservation de leurs actifs financiers (titres et fonds d'investissements), les investisseurs institutionnels doivent obligatoirement recourir aux prestations d'une banque et d'un ou plusieurs établissements dépositaires-conservateurs (custodian).

- **Les banques** assurent les moyens de paiement ainsi que la conservation des dépôts, même si les investisseurs institutionnels sont souvent incités à conserver le moins de dépôts possible pour privilégier d'autres placements de trésorerie plus appropriés.
- **Les dépositaires-conservateurs** assurent la conservation des titres et des fonds, la vérification de leur adéquation avec les opérations d'investissements ou désinvestissements (rapprochement clearing / settlement), ainsi que la valorisation des actifs (notamment pour les fonds d'investissements).

Parmi les dépositaires-conservateurs les plus actifs sur le marché français, on peut citer :

- **BNP PARIBAS** (anciennement BPSS),
- **RBC Investor & Treasury Services**,
- **Société Générale Securitie Services** (SGSS),
- **CACEIS** (Crédit Agricole et Sandanter),
- **State Street Global Services...**

Gérants d'actifs pour compte de tiers

La délégation de gestion à une **société de gestion de portefeuille (SGP)** n'est pas, en principe, une prestation obligatoire pour les institutions financières.

On peut imaginer que les **investisseurs institutionnels** n'aient pas besoin de recourir à des gérants pour compte de tiers, puisque ce sont par définition des investisseurs **professionnels**, experts dans ce domaine.

Pourtant, de nombreuses institutions choisissent de **déléguer** des pans entiers de la gestion de leurs actifs à des **gérants externes**, parfois par confort, mais aussi par **obligation statutaire**, voire réglementaire.

Choix variables selon les institutions

- Le **FRR** recourt à des prestataires de services d'investissement pour la gestion de ses actifs.
- L'**Ircantec** confie statutairement sa gestion administrative, technique et financière à la **Caisse des Dépôts** dans le cadre d'une convention d'objectifs et de gestion (COG) signée entre l'Ircantec, l'État et la Caisse des Dépôts.
- L'association **Préfon** n'assume pas la gestion des actifs, qui est du ressort des assureurs du régime : Préfon souscrit un contrat d'assurance, le PER Préfon-Retraite, auprès de **CNP Assurances**, qui assume directement la gestion d'une partie des encours, le reste de la gestion d'actifs est confié aux réassureurs **AXA, Groupama et Allianz**.
- **Mutuelle Générale** externalise l'essentiel de la gestion de ses actifs par des Mandat de gestion 63%, Fonds ouverts 24%, Fonds dédiés 5%, Gestion interne 8%.

Clients captifs et concurrence restreinte « closed shop »

La délégation de gestion d'actifs est en principe de bon augure pour les gérants externes, en concurrence pour fournir ces prestations.

En pratique, il faut cependant composer avec les préférences propres à l'organisation économique de nombreuses institutions financières, exerçant une forme de « favoritisme » interne bénéficiant à des sociétés de gestion internes ou partenaires.

C'est le cas par exemple les **groupes de bancassurance**, voire de régimes de retraite comme l'**Agirc-Arrco**, dont la gestion de la **moitié des réserves** est captée par des **sociétés de gestion de portefeuille (SGP) filiales** des groupes de protection sociale (GPS) ou **partenaires**.

Exemple : les actifs de **Groupama** sont gérés essentiellement par ses filiales **Groupama Asset Management** (92%) et **Groupama Immobilier** (5%).

Les délégations de gestion peuvent se faire par attribution au coup par coup, sur appels d'offres, mais aussi sous forme de partenariats.

Par exemple, **Candriam**, filiale de la mutuelle d'assurance-vie américaine New York Life, est partenaire de gestion de **Neuflize Vie** sur les actions, les obligations, le monétaire ; tandis que les gérants **Perial et AXA** sont partenaires de gestion de **Neuflize Vie** sur l'immobilier.

« Parmi les principales charges financières, les frais de mandat ont représenté 2,8M€ en 2022 ». (SFCR Neuflize Vie 2022 p.11)

EGAMO, racheté à VyV en 2023 par **OFI Invest**, gère un **mandat MUTEX** représentant **84,4% des encours** de placements (MUTEX SA DPEF 2022 p.3).

Klesia / Generali : le dépôt dans le cadre du partenariat Generali (>950 millions) représente 25% des 3,819 milliards d'euros d'actifs de Klesia (SFCR groupe Klesia 2022 p.42).

Près de la **moitié des réserves de l'Agirc-Arrco** sont confiées par les Institutions de retraite complémentaires (IRC), au sein des groupes de protection sociale (GPS), à leurs sociétés de gestion internes (telles que **AG2R La Mondiale Gestion d'actifs, Klesia Finance, Prevaal Finance, Apicil AM ou ProBTP Finance**), ou à des sociétés de gestion partenaires, comme **MH** avec **Sienna Gestion** (filiale à 100% du Groupe Bruxelles Lambert GBL). Par ailleurs, le **GIE Agirc-Arrco**, organe de pilotage central au service de la fédération Agirc-Arrco, gère à son niveau près de **40% des réserves**, essentiellement confiées à des **sociétés de gestion externes** sélectionnées par **appels d'offres**.

Des prestataires facultatifs de plus en plus incontournable

En dehors des prestataires obligatoires, incontournables (banques/dépositaires) ou statutaires (gérants externes pour certains), les investisseurs institutionnels recourent de plus en plus à des prestataires externes facultatifs, mais de plus en plus incontournables, compte tenu de la professionnalisation et des contraintes réglementaires ou de reporting de plus en plus techniques, pesant sur les responsables opérationnels des institutions financières.

Facultatifs ?

Parmi les prestations facultatives de plus en plus incontournables on peut citer :

- **Conseil ALM / gestion actif-passif** : des actuaires externes évaluent les enjeux financiers des engagements (passif) pour mettre en cohérence la stratégie.
- **Conseil en allocation d'actifs** : des actuaires et gérants établissent des propositions de répartition d'actifs selon divers scénarios financiers, en adéquation avec le passif.
- **Sélection de gérants** : des experts effectuent les vérifications (due diligence) auprès de gérants pour compte de tiers en vue d'investir dans leurs fonds ou de leur déléguer des mandats de gestion.
- **Gestion des appels d'offres** : des consultants organisent les procédures d'appel à projets (request for proposals, RFP) ou d'appels d'offres (tender offers) en concertation avec les institutions financières pour sélectionner les prestataires selon un cahier des charges précis et transparent.
- **Analyse extra-financière et reporting** : face aux exigences croissantes de prise en compte de critères extra-financiers, les institutions recourent à des agences de notation ou sociétés d'expertise spécialisées.
- **Exercice des droits de vote / proxy service** : dans le cadre de leurs obligations fiduciaires, les institutions financières doivent exercer autant que possible les droits de vote en assemblée générale des sociétés dont ils détiennent des actions, et recourent à des intermédiaires spécialisés dans cette prestation.

EXEMPLE 1**Gestion actif-passif ALM et allocation d'actifs**

Il est toujours rassurant de recourir à des actuaires externes, éventuellement en complément des travaux internes, pour atténuer le poids des responsabilités sur les dirigeants politiques (administrateurs) et opérationnels (salariés) des institutions, en particulier paritaires.

EXEMPLE 2**Valorisation, évaluations**

Chez Unofi, BNP Paribas Real Estate Valutation France intervient comme expert des actifs immobiliers de la compagnie d'assurances.

Extra-financier : la cour des miracles

Le suivi et l'analyse des critères extra-financiers est une discipline aux contraintes paradoxales : c'est une obligation réglementaire (reporting SFDR...), mais les standards et mesures demeurent instables (taxonomie, labels...).

Dans ce contexte, les institutionnels recourent à de nombreux **prestataires externes** :

Trucost / Ethifinance / Moody's ESG (ex Vigeo-Eiris) / S&P Global Sustainable / Sequantis, Sustainability, Carbon4 Finance / ISS ESG / Proxinvest (Glass Lewis) / ASF Governance // Lumrisk – Clarity / Urgewald global Oil and Coal exit list...

BNP Paribas Cardif recourt ainsi aux services du consultant **Carbon4 Finance** avec la méthodologie **Carbon Impact Analytics (CIA)**.

Parmi les prestataires de mesure de contribution du portefeuille aux objectifs environnementaux, le **Fonds de garantie des victimes (FGDV)** recourt aux services de l'agence de notation **Vigeo-Eiris**, tandis que **SMA** s'appuie sur **ISS ESG**.

L'Auxiliaire : Sequantis les conseille sur le reporting. La transparence est sous-traitée.

En matière de mesure de gouvernance et proxy pour l'exercice des droits de vote, les institutions **Relyens** et **Thelem** ont retenu **Proxinvest**.

Les budgets d'analyse extra-financière sont importants, comme beaucoup l'indiquent dans leurs rapports :

L'équipe [ESG d'Allianz France], est soutenue par sept fournisseurs de données et consultants. Ces entreprises accompagnent Allianz France sur différents périmètres, pour la réalisation d'analyses ESG, climat et biodiversité du portefeuille d'actifs. Le montant total alloué à ces fournisseurs de données et prestataires de services s'élève à **353 K€**. (DPEF « Investissement Durable » Allianz France 2022 p.18)

En 2022, le budget alloué [par BPCE Assurances] à l'acquisition et à l'analyse de données ESG s'est élevé à **136 000€**. Cela exclut les frais engagés par les sociétés de gestion mandatées pour la gestion de nos portefeuilles ainsi que les frais de due diligence, qui comportent généralement une dimension ESG. Ce budget a connu une hausse de 35% en 2023 pour atteindre un montant total de **184 000 €** et permettre au pôle ESG de déployer et d'affiner ses analyses extra-financières, notamment sur l'aspect biodiversité. (DPEF « Investissement Responsable » BPCE Assurances 2022 p.12)

« En 2022, SMABTP a alloué **350 K€** aux fournisseurs de données ESG (ISS-ESG, S&P Trucost, Eikon, Asset4 et les prestataires de vote GlassLewis et Proxinvest, Ubigreen et OID) ». (Rapport Art.29 SMABTP 2022 p.14)

« Le coût global de ces ressources [recherche ESG et fournisseurs de données ESG spécialisés.], rapporté à la part des encours gérés par Federal Finance Gestion et Schelcher Prince Gestion pour le compte de Suravenir, était en 2022 de **245 K€** ». (LEC art.29 Suravenir 2022 p.16)

Le régime de retraite Agirc-Arrco y consacre plus d'un **million d'euros**.

SÉLECTION DE FONDS

Pour effectuer ses propres comparaisons et sélections de fonds d'investissements, le **FRR** recourt aux bases de données **Morningstar, Bloomberg et Factset**. **Apicil** ou l'**UMR** utilisent **Quantalys et Bloomberg**. **SMA** préfère **Bloomberg** et **Europerformance**.

SÉLECTION DE GÉRANTS

A la **Camacte**, environ 3/4 de la poche actions est déléguée à 8 sociétés de gestion. Pour l'ensemble de son portefeuille, la **Camacte** travaille avec une quinzaine de sociétés de gestion, voire une vingtaine suivant les mouvements tactiques à effectuer.

Palette de prestataires

Pour le réassureur **Scor**, le recours aux prestataires externes est décliné dans différents domaines :

- Prestataires de mesure de contribution du portefeuille aux objectifs environnementaux : **ISS ESG, Carbone 4, Carbon Disclosure Project (CDP), Forest 500, Trase Finance, Iceberg Data Lab, Reprisk, Ellen MacArthur Foundation, As you Sow**
- Prestataires de mesure de contribution du portefeuille aux objectifs sociaux : **ISS ESG, Frest 500, Reprisk, As you Sow, World Benchmarking Alliance, Finance for Tomorrow**
- Prestataires de mesure de gouvernance et proxy pour l'exercice des droits de vote : **ISS ESG, Glass Lewis.**

Enfin parmi les prestataires d'information financière :

Certaines institutions vantent leur abonnement à l'**AGEFI atout de développement durable !**

« **GPM Assurances** en tant que **membre de AF2i** et **abonné AGEFI**, permet à la direction comptable et financière de participer à des **journées de formation** sur les différents sujets liés à l'impact, au climat et à la biodiversité. » (GPMA DPEF 2022 p.7)

Contexte des délégations et sous-traitance en gestion institutionnelle

Comme tout écosystème professionnel, le monde des investisseurs institutionnels ne pourrait fonctionner en vase clos sans l'assistance et l'expertise de toutes sortes de prestataires et fournisseurs.

A titre d'exemple, l'**Af2i regroupe**, autour de ses **82 institutions financières** membres, **106 membres partenaires** exerçant différents métiers de la gestion financière. Ce rapport de proportion donne bien une mesure de l'importance des prestataires pour ces institutions, et réciproquement.

Obligation de place de rationaliser l'analyse et le suivi pour économies d'échelle, tous les gérants et investisseurs institutionnels ne peuvent se payer des équipes d'analystes ESG. Comme ce reporting est obligatoire, les institutionnels doivent s'appuyer sur des initiative de place, publiques ou privées, pour leur fournir des données fiables.

De plus en plus de prestations requièrent un niveau d'investissement élevé pour se professionnaliser.

Pourquoi déléguer sa gestion ?

La **délégation de gestion financière** à des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) externes **protège** aussi les institutions et leurs décideurs financiers de certains **biais**, ou risques de conflits d'intérêt, ayant pu affecter la pertinence de leurs décisions ou l'intégrité de leur gestion par le passé.

Déléguer la gestion financière d'une institution paritaire à des prestataires, sélectionnés avec l'aide d'**experts indépendants**, permet aussi d'éviter que les salariés, directeurs financiers ou responsables des investissements, soient pris en porte à faux ou servent de fusibles **face aux pressions** et aux **aléas des marchés** financiers.

La délégation de gestion permet aux équipes internes gérant les actifs des institutions d'établir un **dialogue** et de confronter les administrateurs à leur **responsabilité de pilotage** de l'allocation stratégique d'actifs, mise en œuvre par les **gérants externes sous surveillance** des équipes de l'institution assistés de leurs **prestataires consultants**.