



PRISE EN COMPTE DES THEMATIQUES « ESG » POUR LES PRODUITS SUR INDICES

Guide AMAFI /AFG

PREAMBULE

1. La présente note a pour objet d'encadrer les conditions dans lesquelles les professionnels peuvent commercialiser des instruments financiers considérés comme des produits complexes au sens de la Position AMF n° 2010-05¹ (ci-après « Produits Complexes ») ayant pour sous-jacents des indices répondant à des problématiques environnementales, sociales ou de gouvernance, dits « ESG », auprès d'investisseurs non professionnels.

2. L'Autorité des Marchés Financiers a estimé que certains instruments financiers sur indices sont susceptibles de présenter un caractère de complexité qui peut nuire à une commercialisation adaptée auprès d'investisseurs non professionnels. C'est dans ce contexte qu'elle a mis à jour, le 12 janvier 2017, sa Position n° 2010-05 (« la Position ») relative à la commercialisation des Produits Complexes, qui détermine des critères permettant d'apprécier le risque de mauvaise commercialisation, notamment en prenant en compte le risque d'inintelligibilité du produit proposé.

Pour rappel, la Position prévoit que la compréhension du produit considéré requiert une bonne appréciation des étapes de calcul de la valeur du produit et des mécanismes de la détermination de son rendement. En particulier, lorsqu'il existe plus de trois mécanismes de calcul différents, l'AMF considère que le risque d'inintelligibilité est caractérisé. Lorsqu'un instrument financier est considéré comme présentant un risque de commercialisation inadaptée, l'AMF estime qu'il « sera particulièrement difficile pour le PSI souhaitant le commercialiser de respecter les obligations législatives et réglementaires applicables en matière de commercialisation ». La doctrine ainsi posée interdit en pratique les produits ne s'y conformant pas dans le cadre d'une commercialisation auprès d'investisseurs non professionnels, étant rappelé que cette doctrine n'est applicable qu'aux produits présentant un risque de perte en capital à l'échéance supérieur à 10%.

¹ Pour rappel, seuls les instruments financiers présentant un risque de perte en capital supérieur à 10% à l'échéance sont inclus dans le champ d'application de cette doctrine.

3. Les thématiques « ESG » sont un sujet central du développement actuel de l'économie et un sujet de préoccupation et d'intérêt croissant des investisseurs de manière générale. Face à cet enjeu d'avenir et de Place, il a semblé important de réfléchir à des solutions pour lever, sous certaines conditions, ces restrictions de commercialisation des Produits Complexes ayant pour sous-jacent un indice utilisant des filtres sur des critères « ESG ».

A la suite de discussions menées avec les services de l'AMF, l'AMAFI et l'AFG ont estimé souhaitable de clarifier, au regard du risque d'inintelligibilité, la situation des Produits Complexes ayant pour sous-jacent un indice utilisant des filtres sur des critères « ESG ».

En effet, il est apparu qu'en application de la Position précitée, un nombre important de Produits Complexes sur indice à thématique « ESG » sont considérés comme ayant plus de trois mécanismes.

A ce jour, le filtre « ESG » n'est pas considéré comme un filtre « usuel » (qui permettrait de ne pas décompter de mécanisme additionnel) contrairement aux filtres relatifs à la liquidité, la géographie ou au secteur d'activités. Aussi, l'utilisation d'un indice construit au sein d'un univers « ESG », suivant la méthodologie avec laquelle celui-ci est construit, peut induire un décompte de plusieurs mécanismes auxquels il faut ajouter les mécanismes induits par la structuration de l'instrument financier. La Position restreint donc les possibilités de commercialisation de ces produits aux investisseurs non professionnels.

4. Aussi, l'AMAFI et l'AFG, en concertation avec les services de l'AMF, proposent que soit mis en place un dispositif spécifique à celui induit par la Position pré citée, et en particulier l'application de son critère n°4 (« *nombre de mécanismes compris dans la formule de calcul du gain ou de la perte de l'instrument financier* ») répondant à la question du risque d'inintelligibilité du Produit Complexe proposé ; s'agissant d'un Produit Complexe ayant pour sous-jacent un indice « ESG ».

Il convient de noter au préalable que la Position pré citée prévoit également que le produit risque d'être inintelligible pour l'investisseur non professionnel dès lors que celui-ci utilise un ou des « *sous-jacents difficilement appréhendables par les clients non professionnels* » (*Critère 2*). Le dispositif spécifique pour les indices ESG ici proposé par l'AMAFI et l'AFG ne saurait en aucun cas remettre en cause ce postulat. Quand bien même les indices sont basés sur des critères « ESG », dès lors qu'ils utilisent – par exemple – de la volatilité, il demeurera « *particulièrement difficile pour le PSI souhaitant le commercialiser de respecter les obligations législatives et réglementaires applicables en matière de commercialisation* ».

Il est également important de noter que le produit ayant pour sous-jacent un indice ESG n'implique pas nécessairement que les fonds levés dans le cadre de sa commercialisation seront spécifiquement alloués au financement de projets répondant à des thématiques ESG. Seul l'Indice est construit de façon à sélectionner des actifs ESG. La documentation commerciale du produit, si elle existe, doit être conçue en conformité avec ces affirmations afin de présenter le produit « *de manière claire, exacte et non trompeuse* » et inclure une mention explicite en ce sens, en application des Position-Recommandation 2013-13 et 2011-24 de l'AMF.

UN DISPOSITIF SPECIFIQUE POUR LES INDICES PORTANT SUR DES THEMATIQUES « ESG »

✚ Conditions cumulatives à réunir pour être éligible au dispositif spécifique

Condition 1 : L'indice doit répondre à une ou plusieurs thématique(s) « ESG »

Pour pouvoir prétendre à mettre en place le dispositif spécifique, l'émetteur de Produits Complexes devra utiliser un indice répondant à l'une (ou plusieurs) des thématiques « ESG » développées ci-dessous², ou à une approche « ESG » généraliste qui agrège les 3 sous-thématiques, étant entendu que :

- (i) Cette liste est par nature évolutive (elle pourra être revue ultérieurement³ complétée en fonction notamment de l'émergence de nouvelle thématique) la mise en place de nouveaux produits et des discussions entre les différents émetteurs et les services compétents de l'AMF ; et que
- (ii) Cette liste ne porte que sur des données extra financières.

- **Environnement**

- Limitation de la contribution au changement climatique ou financement d'initiatives à impact environnemental bénéfique (notamment offres de produits et de services « verts »), maîtrise des impacts sur l'eau et sur l'air ;
- Conservation et exploitation durable des ressources naturelles (mers et océans, terres, forêts, approvisionnement en matières premières) ;
- Pollution et déchets (pollution de l'air, du sol et des eaux) : limitation des émissions toxiques, des matériaux d'emballage, déchets électroniques, prise en compte des risques de pollution (sols, accidents) ;
- Opportunités environnementales : promotion de technologies propres, de bâtiments verts, production d'énergie renouvelable ;
- Intégration des facteurs environnementaux dans la chaîne d'approvisionnement.

- **Social**

- Développement du capital humain / respect des droits fondamentaux de la personne : santé et sécurité de la main d'œuvre, droit du travail, égalité des sexes ;
- Responsabilité du produit en termes de qualité, sécurité, contribution à l'accès à la santé et à l'eau, respect de la confidentialité de données ;
- Absence de fournisseurs sujets à des controverses sociales ou environnementales ;
- Opportunités sociales par une contribution à l'accès aux soins et à l'amélioration de la nutrition, aux moyens de communication, aux services financiers ;
- Contributions à des causes d'intérêt général ;
- Intégration des facteurs sociaux dans la chaîne d'approvisionnement.

² Cette liste est notamment basée sur les « *Sustainable Development Goals* » de l'ONU établis le 25 septembre 2015 ([lien](#)).

³ A minima, le Guide sera mis à jour pour prendre en compte les travaux en cours de la Commission européenne relatifs à la « *Sustainable Finance* ». En particulier, la Taxinomie prévue par la Commission dans le cadre de son plan d'action devra être reflétée dans cette condition 1 quand le texte y afférent sera en vigueur (v. Communication de la Commission « *Plan d'action : financer la croissance durable* », 8/3/2018, §2.1.)

- **Gouvernance**

- Qualité de la gouvernance d'entreprise (diversité du conseil d'administration, structures de rémunération, prise en compte des actionnaires, qualité des comptes) ;
- Comportement d'entreprise dans le domaine de l'éthique des affaires, absence de pratique anticoncurrentielle, transparence fiscale, lutte contre la corruption et le respect des conventions et traités internationaux en la matière.

Condition 2 : L'indice doit se baser sur une évaluation « ESG » établie par une entité indépendante et reconnue

Pour pouvoir prétendre à la mise en œuvre de ce dispositif, l'adéquation à la thématique ne pourra être appréciée que par le biais d'une évaluation/notation « ESG » répondant aux conditions suivantes :

- **Conditions relatives aux données utilisées pour la notation « ESG »**

- Actualisation régulière des données et de l'évaluation/notation ;
- Utilisation uniquement de données « ESG » extra-financières.

- **Conditions sur la méthodologie de notation**

- Méthodologie objective ;

La méthodologie de notation sera considérée comme objective dès lors qu'elle est systématique. Elle sera considérée comme transparente dès lors qu'elle fait l'objet d'une description suffisamment documentée et disponible sur demande de l'émetteur du produit concerné.

- Méthodologie transparente.

- **Conditions relatives à l'entité de notation**

- Une entité reconnue

L'entité sera reconnue si les notations qu'elle attribue sont susceptibles d'être utilisées par plusieurs acteurs de la Place ou en Europe.

Cette condition n'exclut pas le cas des méthodologies d'évaluation développées par d'autres entités que celles pré établies répondant à l'ensemble des conditions.

- Une entité indépendante

L'entité sera considérée comme indépendante, y compris de l'émetteur du Produit Complexe, dès lors qu'elle répond elle-même à des critères de gouvernance permettant de justifier de cette indépendance. En particulier, elle ne doit pas être influencée dans sa méthodologie de notation ni dans ses notations par l'émetteur du Produit Complexe. A noter que l'existence d'un lien capitalistique avec l'émetteur des produits concernés ne suffit pas à présumer d'une influence de l'émetteur.

Condition 3 : L'indice doit sélectionner les actifs selon un filtre ou une combinaison de filtres « ESG »

Outre l'utilisation d'une thématique « ESG » visée à la condition (1) et la notation par une entité répondant à la condition (2), pour pouvoir prétendre à mettre en place ledit dispositif spécifique, les actifs composant l'indice seront sélectionnés en appliquant un ou plusieurs filtres développés ci-dessous :

- **Sélection « ESG »** : sélection des X actions dont l'émetteur a la meilleure notation « ESG » / sélection de toutes les actions ayant une notation supérieure à Y ;
- **Exclusion « ESG »** : exclusion des X entreprises ayant la plus mauvaise notation / exclusion de toutes les entreprises ayant une notation inférieure à Y / exclusion des entreprises ayant plus de Z % d'exposition à une activité non ESG.
- **Pondération « ESG »** : surpondération et/ou sous pondération des actions proportionnellement à leur notation (conformément à un mode de pondération communément admis – *market capitalisation* ou équipondération) ;
- **Combinaison :**
 - **Combinaison filtres « ESG »** : l'utilisation combinée de plusieurs filtres définis ci-dessus: par exemple, sélection des X actions ayant la meilleure notation, puis pondération de celles-ci en fonction de leur notation⁴.
 - **Combinaison filtre(s) « ESG » et filtre(s) usuel(s)** : utilisation d'un filtre « ESG » ou d'une combinaison de filtres « ESG » et d'un (ou plusieurs) filtre(s) « usuel(s) » basé(s) sur des critères géographiques et/ou sectoriels.
 - Toutefois, **toute combinaison excessive** de filtres qui additionnerait un nombre trop important de filtres, mêmes « ESG » ou usuels qui aboutirait à rendre inintelligible la méthodologie de sélection des actifs et donc l'indice lui-même **sera présumée de ne pas satisfaire à la condition (3) ici posée**⁵. En effet, le produit pourrait alors être considéré comme inintelligible pour le client non professionnel.

Application du dispositif spécifique

Lorsque les trois conditions cumulatives suivantes sont satisfaites :

- (1) l'indice est construit au sein d'un univers représentatif d'une (ou plusieurs) des thématique « ESG » telles que définies à la condition (1) ; et
- (2) l'indice est basé sur une notation d'une entité indépendante et reconnue telle que définie à la condition (2) ; et
- (3) la sélection des actifs se fait exclusivement sur la base de filtres tels que visés à la condition (3).

L'AMAFI et l'AFG proposent qu'aucun mécanisme additionnel de complexité ne soit décompté sur l'indice de thématique « ESG » sous-jacent au Produit Complexe.

Les indices qui appliqueraient un (ou plusieurs) filtre(s) supplémentaire(s) non visé à la condition (3) seront décomptés d'un (ou plusieurs) mécanisme(s) additionnel(s) de complexité.

Dans tous les cas, seront toujours décomptés les mécanismes propres au Produit Complexe.

Le cas des controverses : dans l'hypothèse d'une controverse, c'est-à-dire d'un changement exceptionnel survenant en cours de vie du produit, ne permettant plus de répondre à la condition (1) ou à la condition (3), l'administrateur de l'indice pourra décider d'exclure l'action concernée de la composition de l'indice (par exemple, le cas du scandale Volkswagen ou de Lactalis) de manière temporaire voire définitive si nécessaire (en fonction de la sévérité et/ou de la réactivité sur le cas concerné).

⁴ Par exemple, sélection de type « Best in class » ou « Best in universe ».

⁵ Voir *infra*, exemple 4.

EXEMPLES

Afin d'illustrer ce dispositif spécifique, l'AMAFI et l'AFG fournissent les illustrations suivantes :

Exemple 1

Produit Complexe indexé sur un indice systématique comportant les 60% d'actions des entreprises présentant la meilleure notation « ESG » (évaluation réalisée par ESG MSCI) et excluant les actions des entreprises actives ou étroitement liées à l'industrie du tabac, à celle de l'armement et/ou au secteur nucléaire au sein du MSCI World.

- ➔ Utilisation de deux filtres « ESG » (Sélection et Exclusion). L'indice répond à la condition (3).
- ➔ L'indice répond à la condition (1) (l'indice se base sur les thématiques ESG) et à la condition (2) (MSCI est une entité reconnue dont la méthodologie d'évaluation ESG répond aux conditions d'objectivité et de transparence)

L'indice donné en exemple serait forfaitairement décompté en 0 mécanisme auxquels s'ajouteraient les mécanismes décomptés sur la structuration du Produit Complexe.

Exemple 2

Produit Complexe indexé sur un indice systématique excluant les actions des entreprises du CAC40 active ou étroitement liée au secteur nucléaire (évaluation réalisée par Vigéo) et ne retenant ensuite que les 10 plus grosses capitalisations.

- ➔ Utilisation d'un filtre « ESG » (Sélection) et d'un filtre usuel (capitalisation). L'indice répond à la condition (3).
- ➔ L'indice répond à la condition (1) (l'indice se base sur la thématique Environnement) et à la condition (2) (Vigéo est une entité reconnue dont la méthodologie d'évaluation ESG répond aux conditions d'objectivité et de transparence)

L'indice donné en exemple serait forfaitairement décompté en 0 mécanisme auxquels s'ajouteraient les mécanismes décomptés sur la structuration du Produit Complexe.

Exemple 3

Produit Complexe indexé sur un indice systématique excluant les actions des entreprises du CAC40 actives ou étroitement liées au secteur nucléaire (évaluation réalisée par Vigéo) et ne retenant ensuite que les 10 plus grosses capitalisations. L'indice est « dividendes réinvestis » mais retranche un montant / pourcentage annuel forfaitaire.

- Combinaison d'un filtre « ESG » (Exclusion) et d'un filtre usuel (capitalisation). L'indice répond à la condition (3).
- L'indice répond à la condition (1) (l'indice se base sur la thématique Environnement) et à la condition (2) (Vigéo est une entité reconnue dont la méthodologie d'évaluation ESG répond aux conditions d'objectivité et de transparence)
- Décompte d'un mécanisme additionnel car l'indice réinvesti les dividendes mais retranche un montant / pourcentage forfaitaire.

L'indice donné en exemple serait forfaitairement décompté en 1 mécanisme auquel s'ajouteraient les mécanismes décomptés sur la structuration du Produit Complexe.

Exemple 4

Produit Complexe indexé sur un indice systématique comportant les 60% d'actions des entreprises présentant la meilleure notation « ESG » (évaluation réalisée par ESG MSCI) au sein du MSCI World. Sont ensuite sélectionnées les 30% d'actions présentant la meilleure notation en termes d'accès à la santé et à l'eau. Seront exclues les actions des entreprises actives ou étroitement liées au secteur nucléaire et qui n'investissent pas dans les énergies vertes ainsi que les actions des entreprises ne respectant pas la confidentialité des données. Ces actions sont ensuite pondérées proportionnellement à leur notation.

- La combinaison ici excessive d'un nombre trop important de filtres empêche de satisfaire à la condition (3). **Impossibilité de prétendre à la mise en œuvre du dispositif spécifique.**

L'AMAFI, Association française des marchés financiers, est l'organisation professionnelle qui, aux niveaux national, européen et international, représente les acteurs des marchés financiers en France. Elle regroupe plus de 140 adhérents, entreprises d'investissement, banques, infrastructures de marché et de post-marché, cabinets d'avocats et de conseil, qui jouent un rôle crucial pour le financement de l'économie et l'allocation de l'épargne.

www.amafi.fr

[@AMAFI_FR](https://twitter.com/AMAFI_FR)

L'AFG, Association Française de la Gestion financière, représente et promeut les intérêts des professionnels de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée (mandats) ou collective. Ces derniers gèrent près de 4 000 milliards d'euros d'actifs, dont 1 950 milliards d'euros en fonds de droit français et environ 2 050 milliards d'euros en gestion de mandats et de fonds de droit étranger.

www.afg.asso.fr

[@AFG_France](https://twitter.com/AFG_France)