



MINISTÈRE  
DE L'ÉCONOMIE,  
DES FINANCES  
ET DE LA RELANCE

*Liberté  
Égalité  
Fraternité*

# Bilan et perspectives du label « Investissement socialement responsable » (ISR)

DÉCEMBRE 2020

Jean-Philippe de SAINT-MARTIN  
Sébastien PIEDNOIR

Inspection générale  
des finances





Inspection générale  
des finances

N° 2020-M-038--03

**RAPPORT**

**BILAN ET PERSPECTIVES DU LABEL  
« INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE »  
(ISR)**

Établi par

**SÉBASTIEN PIEDNOIR**  
Inspecteur des finances

Avec la participation de  
**ÉLISE MEKKAOUI**  
Assistante de mission

Sous la supervision de  
**JEAN-PHILIPPE DE SAINT-MARTIN**  
Inspecteur général des finances

**- DÉCEMBRE 2020 -**



## SYNTHÈSE

**Le label ISR est un signal de qualité qui vise à distinguer des placements financiers dits « responsables ».** Une tendance de fond de la gestion collective consiste à prendre en compte, dans les décisions d'investissement et d'engagement des entreprises, des facteurs environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG). Or, ce marché très dynamique se heurte à une asymétrie d'information forte, l'intégration effective de ces considérations extrafinancières étant délicate à démontrer à l'épargnant final. Aussi l'État est-il intervenu en 2016 afin de définir un standard de qualité. Pour obtenir le label, un fond d'investissement doit démontrer que la prise en compte des facteurs ESG affecte significativement sa gestion. Relevant d'une approche large et inclusive, le label reste toutefois davantage centrée sur les processus de gestion et n'encadre pas le contenu même des portefeuilles.

L'État est propriétaire du label. Pour définir son contenu, il s'appuie sur un comité consultatif associant les parties prenantes. La promotion est déléguée à des associations de place et l'attribution du label relève de deux organismes privés accrédités.

**Sur ces fondements, le label ISR s'est rapidement et largement diffusé, jusqu'à devenir l'un des premiers labels de finance responsable en Europe.** En quatre ans, il a fait l'objet d'une appropriation large par les acteurs de la place. L'encours total des fonds labellisés atteint désormais 212 Md€, soit 5,8 % de l'épargne financière des ménages français. Dans un paysage européen marqué par la multiplicité des labels de finance responsable, le label ISR occupe la première ou la seconde place, avec le label belge.

**Pour autant, à moins qu'il n'évolue radicalement, le label ISR s'expose à une perte inéluctable de crédibilité et de pertinence.** Nonobstant son succès quantitatif, il présente des faiblesses intrinsèques qui obèrent son adaptation à un marché en forte évolution.

En effet, le label ISR fait à l'épargnant une promesse confuse. Il affiche une ambition d'impact social et environnemental mais ses exigences, fondées sur la notation ESG des émetteurs, ne sauraient garantir un fléchage effectif des financements vers des activités relevant d'un modèle économique durable. Cette situation procède d'une hésitation quant à l'objectif de politique publique poursuivi par le label, entre promotion des pratiques de l'industrie et réallocation de l'épargne. Surtout, elle est de nature à occasionner des malentendus et elle expose le dispositif et ses parties prenantes à un risque de réputation.

À l'inverse, l'innovation, les attentes des épargnants et, dès lors, le besoin d'un label se déplacent sur le terrain de la matérialité extrafinancière. Il s'agit d'offrir à l'investisseur, en plus du rendement financier, une contribution effective au développement durable, par exemple mesurée à partir de l'alignement des investissements avec les objectifs de développement durable (ODD) des Nations-Unies. L'évolution du cadre réglementaire, en particulier européen, alimente cette évolution dans laquelle s'inscrivent, du reste, l'ensemble des labels étrangers.

**En l'état, la gouvernance du label ISR n'est toutefois pas en mesure d'assurer son indispensable évolution.** Au niveau stratégique, la comitologie n'a pas su contribuer à une évolution partagée du label. Son fonctionnement est certes très insuffisamment formalisé mais la cause principale de son inefficacité réside dans le manque de moyens permanents qui lui ont été alloués. Au niveau opérationnel, l'organisation ne permet pas de garantir la précision des exigences et l'uniformité de leur mise en œuvre. Enfin, sur le plan financier, la gestion des recettes de promotion, insuffisamment structurée, constitue une zone de risque importante.

## Rapport

**Dans ce contexte, la mission recommande d'abord un recentrage stratégique du dispositif**, sachant que sans réel objectif de politique publique associé, la pertinence du maintien de l'État dans le dispositif serait remise en cause. Le label ISR doit assumer une promesse simple vis-à-vis de l'épargnant particulier, celle que son placement contribue effectivement au financement d'un modèle économique durable. Un tel objectif n'implique pas de renoncer à l'approche inclusive qui a permis la diffusion large du label, même si celui-ci doit désormais se distinguer du standard de marché introduit par l'AMF et dès lors rehausser son niveau d'exigence. L'approche généraliste ESG reste justifiée également, même s'il conviendrait de l'articuler plus clairement avec les autres labels thématiques français, en particulier *Greenfin* et *Finansol*. Enfin, il faut inscrire le label ISR dans une perspective européenne réaliste. À ce titre, il importe de veiller à la bonne articulation du label avec les catégories de produits durables définies par le droit de l'Union. Il s'agit également de travailler à l'instauration d'équivalences, au moins sous conditions, entre labels européens. Ce cadre stratégique clarifié devrait être formalisé à partir d'une lettre du ministre adressée à la nouvelle gouvernance du label.

**Dans un deuxième temps, la gouvernance et l'organisation devront impérativement être réformées.** L'implication de l'État via le ministère des finances apparaît à ce stade indispensable, mais elle devrait être recentrée autour de la propriété du label. Sa gestion devrait être confiée par l'État à un comité unique, aux attributions élargies, à la composition resserrée et au formalisme renforcé. Celui-ci associerait les parties prenantes via des consultations ouvertes. Il serait doté de moyens nouveaux, financés par les recettes propres du label. Concrètement, quelques collaborateurs permanents seraient chargés d'appuyer le comité dans ses trois missions de proposition des évolutions du référentiel, de labellisation des fonds candidats et de promotion du label. Un appel à candidatures devrait être organisé afin de rattacher ces moyens nouveaux à une structure de place existante. Le cas échéant, une solution plus disruptive pourrait être envisagée sur le modèle de l'institut *Choose Paris* proposé par le rapport Holroyd.

**Enfin pour que le label atteigne ses objectifs, il reviendra à cette gouvernance renforcée de décliner, en temps utile, des exigences nouvelles.**

Dans l'immédiat, seule une clarification du référentiel actuel apparaît réaliste. Un guide de l'audit est notamment nécessaire afin de résorber les difficultés d'interprétation identifiées par la mission. Trois facteurs incitent à reporter une évolution plus ambitieuse du référentiel : la proximité de la dernière révision du label, le besoin d'une refonte préalable de ses objectifs et de sa gouvernance et, surtout, l'incertitude pesant sur l'évolution du cadre réglementaire européen.

À horizon 2022, un nouveau référentiel devrait être élaboré. À ce titre, la recommandation principale de la mission concerne l'ajout d'exclusions normatives et sectorielles. Celles-ci sont indispensables pour garantir la crédibilité du label aux yeux de l'épargnant. Définies de manière ciblée et évolutive, elles peuvent également être conciliées avec un objectif de transition. Surtout, elles constituent déjà une pratique de marché bien établie, au moins sur certains secteurs tels que le charbon. En complément des exclusions, une plus grande diversité d'approches dans la sélection des valeurs serait souhaitable, sous réserve que soit effectivement poursuivi un objectif de contribution à un modèle économique durable. La mission identifie également d'autres pistes tenant en particulier à la transparence, à l'engagement actionnarial et à la mesure d'impact.

Afin de parvenir à un consensus, le recours à des exigences évolutives et différenciées apparaît souhaitable. Une revue périodique des exigences est ainsi recommandée, de même qu'un label à niveaux permettant de mettre davantage en valeur les meilleures performances.

# SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	1
<b>1. FONDÉ SUR UNE APPROCHE GÉNÉRALISTE ET INCLUSIVE, LE LABEL ISR S'EST RAPIDEMENT DIFFUSÉ DEPUIS SA CRÉATION PAR L'ÉTAT EN 2016 .....</b>	<b>3</b>
1.1. Le label ISR distingue la prise en compte de facteurs ESG dans la gestion d'actifs, selon une approche inclusive, centrée sur les processus et non pas sur le contenu des portefeuilles.....	3
1.1.1. <i>Créé par l'État, qui l'anime avec le concours des parties prenantes, le label ISR vise à distinguer des placements dits « responsables ».....</i>	<i>3</i>
1.1.2. <i>Sur le fond, les exigences du label ISR procèdent d'une approche généraliste et inclusive, centrée sur les processus de gestion et pas sur le contenu des portefeuilles .....</i>	<i>6</i>
1.2. Sur ces fondements, le label ISR s'est rapidement et largement diffusé, jusqu'à devenir l'un des premiers labels de finance responsable en Europe .....	9
1.2.1. <i>Le label ISR a fait l'objet d'une appropriation large, accélérée à partir de 2019 .....</i>	<i>9</i>
1.2.2. <i>En termes d'encours et de fonds labellisés, le label ISR figure parmi les tout premiers en Europe.....</i>	<i>11</i>
<b>2. À MOINS D'UNE ÉVOLUTION D'AMPLEUR, LE LABEL ISR S'EXPOSE À UNE PERTE INÉLUCTABLE DE CRÉDIBILITÉ ET DE PERTINENCE.....</b>	<b>13</b>
2.1. Le label ISR fait à l'épargnant une promesse confuse, alors que le marché évolue dans une direction de plus en plus claire .....	13
2.1.1. <i>Entre contribution effective au développement durable et qualité des processus de gestion, la promesse faite aux investisseurs reste incertaine, au risque d'occasionner des malentendus.....</i>	<i>13</i>
2.1.2. <i>Au contraire, le marché évolue distinctement vers la recherche d'une matérialité extrafinancière, au sens d'une contribution à un modèle économique durable.....</i>	<i>14</i>
2.2. En l'état, la gouvernance du label ISR n'est pas en mesure d'assurer son indispensable évolution .....	16
2.2.1. <i>Au niveau stratégique, la gouvernance pâtit à la fois de moyens insuffisants et d'un défaut de formalisme .....</i>	<i>16</i>
2.2.2. <i>Au niveau opérationnel, la gouvernance ne permet pas de garantir la précision des exigences et l'uniformité de leur mise en œuvre.....</i>	<i>19</i>
2.2.3. <i>Sur le plan financier, la gestion des recettes de promotion apparaît également insuffisamment formalisée au regard de la croissance des enjeux.....</i>	<i>19</i>

<b>3. DANS CE CONTEXTE, IL EST RECOMMANDÉ DE CLARIFIER LES OBJECTIFS DU LABEL, AVANT DE CONFIER LA REFONTE DE SES EXIGENCES À UNE GOUVERNANCE RENFORCÉE .....</b>	<b>22</b>
3.1. Un recentrage stratégique du label ISR est nécessaire, autour d'une promesse d'allocation de l'épargne à un modèle économique durable.....	22
3.1.1. <i>Le label ISR doit promettre et garantir effectivement une allocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable .....</i>	22
3.1.2. <i>Le label doit s'adresser en priorité à l'épargnant particulier.....</i>	23
3.1.3. <i>L'approche généraliste et inclusive du label n'apparaît pas devoir être remise en cause, sous réserve de consacrer un label « socle » et « à niveaux ».....</i>	23
3.1.4. <i>L'inscription dans une perspective européenne doit être réaffirmée.....</i>	26
3.2. Des exigences nouvelles devront être déclinées, en temps utile, afin de tirer les conséquences de ce nouveau cadre stratégique .....	27
3.2.1. <i>Dans l'immédiat, seule une clarification du référentiel actuel apparaît réaliste .....</i>	27
3.2.2. <i>À horizon 2022, un nouveau référentiel devra prévoir une évolution plus ambitieuse des exigences, en particulier sur le plan de la sélectivité.....</i>	29
3.2.3. <i>La mission identifie également d'autres pistes d'évolution tenant à la transparence, à l'engagement actionnarial, à « l'impact » et au périmètre du label.....</i>	33
3.3. La gouvernance du label doit impérativement être réformée, à partir d'une implication recentrée de l'État, d'un comité resserré et de moyens propres .....	36
3.3.1. <i>L'implication de l'État via le ministère des finances apparaît à ce stade indispensable, mais elle devrait être recentrée autour du rôle de propriétaire et garant du label.....</i>	36
3.3.2. <i>La gestion du label devrait être confiée par l'État à un comité aux attributions élargies, à la composition resserrée et au formalisme renforcé.....</i>	37
3.3.3. <i>Il importe d'appuyer la gestion du label sur des moyens renforcés, financés par ses recettes propres.....</i>	39
3.3.4. <i>Les moyens propres du label devraient être hébergés au sein d'une structure de place existante, sélectionnée sur la base d'un appel à candidatures.....</i>	39
3.3.5. <i>Le cas échéant, une solution plus disruptive pourrait être envisagée sur le modèle de l'institut Choose Paris proposé par le rapport Holroyd .....</i>	41
3.4. Une feuille de route en quatre étapes permettrait de séquencer la mise en œuvre de ces recommandations, d'ici 2022.....	41
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>43</b>
<b>SYNTHESE DES PROPOSITIONS .....</b>	<b>45</b>



## INTRODUCTION

Par lettre du 3 juillet 2020, le ministre de l'économie, des finances et de la relance a confié à l'inspection générale des finances (IGF) une mission portant sur l'évaluation du label « Investissement Socialement Responsable » (ISR) et la proposition d'une feuille de route pour les années à venir.

Les travaux de la mission ont été formellement lancés le 22 septembre 2020, à l'occasion de leur présentation au comité du label ISR. De nombreuses auditions ont été organisées par la suite afin d'assurer la consultation de l'ensemble des parties prenantes. Ainsi, la mission a rencontré :

- ◆ les services de la direction générale du Trésor chargés de la gestion du label ISR et de la négociation du cadre européen en matière de finance durable ;
- ◆ les autorités de régulation, au premier rang desquelles l'autorité des marchés financiers (AMF) mais également l'autorité de contrôle prudentiel et de régulation (ACPR) et la Banque de France ;
- ◆ les membres du comité du label ISR et du comité scientifique, dans le cadre d'auditions individuelles ;
- ◆ les organismes de certification du label (les sociétés *EY France* et *Afnor Certifications*) ainsi que le comité français d'accréditation (COFRAC) ;
- ◆ quinze sociétés de gestion labellisées ou plus largement actives dans le domaine de l'ISR, indépendantes ou filiales de banques ou investisseurs institutionnels. Avec trois d'entre elles, des sessions approfondies de présentation métier ont été organisées ;
- ◆ cinq fournisseurs de données et agences de notation extrafinancières ;
- ◆ les fédérations d'acteurs financiers : l'association française de gestion (AFG), l'association des sociétés de placements immobiliers (ASPIM), la fédération française de l'assurance (FFA), *FranceInvest* ;
- ◆ les associations de place spécialisées dans le domaine de la finance durable : *finance for tomorrow* (F4T), le forum pour l'investissement (FIR), Novethic ;
- ◆ la gouvernance ou la direction de chacun des autres labels de finance responsable en France et en Europe : *Greenfin*, *Finansol*, *Comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES)*, *Relance*, *Towards Sustainability*, *Nordic Swan Ecolabel*, *FNG Siegel*, *Umweltzeichen*, *LuxFlag* ;
- ◆ deux associations de place de pays ne disposant pas encore de labels de finance responsable : l'*Investment association* britannique et *Forum per la Finanzia Sostenibile* italien ;
- ◆ les administrations de l'Union européenne compétentes en matière de finance durable : direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés de capitaux (DG FISMA), centre de recherche commun (JRC) et autorité européenne des marchés financiers (ESMA) ;
- ◆ des organisations non-gouvernementales (ONG) françaises et européennes ;
- ◆ deux services de l'OCDE.

## Rapport

**Sur le fond, la mission a organisé ces travaux autour de cinq modules d'investigation, qui ont donné lieu à quatre annexes :**

- ◆ un premier module visait à identifier et évaluer les objectifs du label ISR, en tant que politique publique. Les résultats de ce travail sont retranscrits en annexe I au présent rapport ;
- ◆ un second module a concerné la gouvernance du label ISR, au sens large de son organisation, de la propriété du label à la certification des fonds, en passant par la définition des exigences. Les résultats de ce travail sont rassemblés dans l'annexe II ;
- ◆ un troisième module concernait les exigences du label contenues dans son référentiel et son plan de contrôle et de surveillance. Ce module a donné lieu à l'annexe III ;
- ◆ un quatrième module a consisté à explorer la promotion du label auprès des investisseurs et des intermédiaires de distribution. Les résultats de ce travail n'ont pas justifié une annexe dédiée mais ont été ventilés dans chacune des trois précédentes, en particulier l'annexe I, qui propose de clarifier et de simplifier la promesse que le label fait à l'épargnant, et l'annexe II, qui recommande une réorganisation de la fonction de promotion ;
- ◆ un cinquième module a concerné le parangonnage avec les autres labels français et européens. Les principales conclusions de ce travail ont été mobilisées au sein des annexes I à III mais une annexe dédiée a également été rédigée pour concentrer une vision plus détaillée des forces et faiblesses des labels de finance responsable en Europe.

**Le présent rapport reprend les principales conclusions de ces travaux :**

- ◆ en premier lieu, il revient sur le contenu du label ISR et fait état d'une appropriation large et rapide de ce dispositif par les acteurs de la place de Paris (section 1) ;
- ◆ en deuxième lieu, il détaille les limites structurelles qui obèrent la bonne adaptation du label à un marché en forte évolution (section 2) ;
- ◆ enfin, des recommandations sont formulées afin de garantir la crédibilité et la pertinence du label ISR, au service d'un objectif de politique publique clairement identifié (section 3).

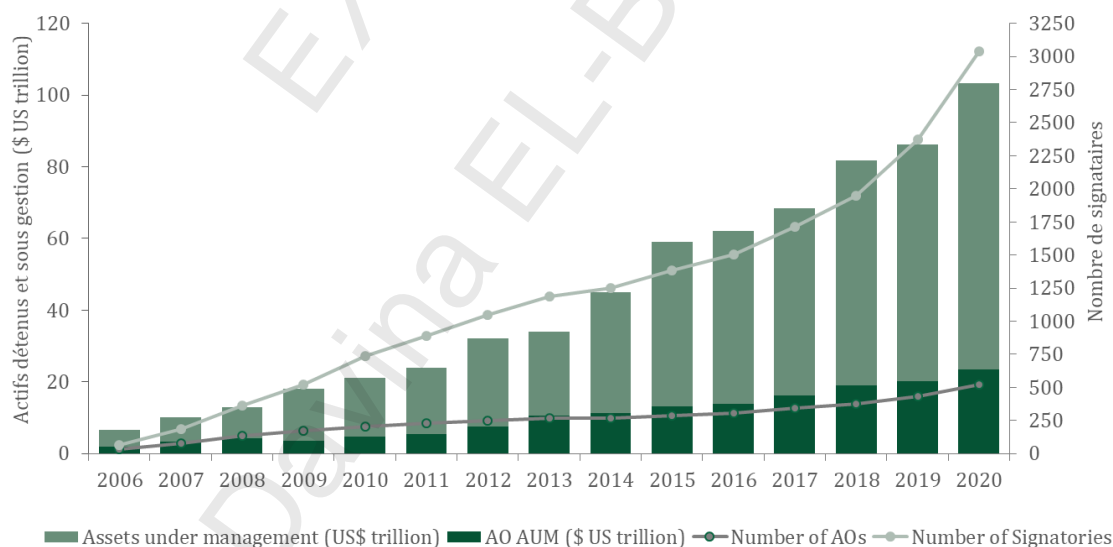
## 1. Fondé sur une approche généraliste et inclusive, le label ISR s'est rapidement diffusé depuis sa création par l'État en 2016

### 1.1. Le label ISR distingue la prise en compte de facteurs ESG dans la gestion d'actifs, selon une approche inclusive, centrée sur les processus et non pas sur le contenu des portefeuilles

#### 1.1.1. Créé par l'État, qui l'anime avec le concours des parties prenantes, le label ISR vise à distinguer des placements dits « responsables »

Le développement de produits dits « responsables » ou « durables » est une tendance de fond de l'industrie financière et singulièrement de la gestion d'actifs. En 2006, les Nations-Unies proposent six principes de l'investissement responsable (*Principles for Responsible Investments - PRI*). Cette initiative, qui repose sur un engagement volontaire des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs, encourage à « incorporer les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) aux décisions relatives à l'investissement et à l'actionnariat »<sup>1</sup>. À partir de cette définition large, un marché très dynamique mais également très hétérogène s'est développé. Si l'on retient le périmètre des signataires des PRI, l'encours géré détenu par des investisseurs responsables atteindrait 90 000 Md\$ (cf. graphique 1). En France, l'association Novethic estime l'encours de la gestion dite « durable » à 278 Md€, relevant de 704 fonds<sup>2</sup>.

Graphique 1 : Evolution du nombre de signataires des PRI et du volume d'encours correspondant (2006-2020)



Source : Site internet des PRI, « About the PRI ».

<sup>1</sup> PRI, *Principes Pour L'investissement Responsable : une initiative lancée par des investisseurs en partenariat avec l'Initiative financière du PNUE et le Pacte Mondial de l'ONU*, brochure 2020.

<sup>2</sup> Novethic, *L'indicateur Novethic*, février 2020.

## Rapport

Ce marché recouvre des organismes de placements (OPC)<sup>3</sup> et des mandats de gestion aux caractéristiques très hétérogènes :

- ◆ des appellations différentes peuvent être utilisées alternativement pour qualifier ces produits : investissement « *socialement responsable* », « *durable* », « *ESG* », « *éthique* », « *engagé* » etc. ;
- ◆ la finalité même du recours à des facteurs ESG dans la gestion n'est pas strictement définie : il peut s'agir de mieux apprécier la performance financière d'un investissement (par exemple en tenant compte de son exposition au risque climatique) ou de rechercher une contribution de l'investissement en termes environnemental ou social (par exemple via la réduction des émissions de gaz à effet de serre ou la création d'emplois décents) ;
- ◆ les stratégies mises en œuvre par le gérant pour intégrer effectivement ces facteurs ESG peuvent également être très variées : engagement actionnarial des émetteurs sur des questions ESG (*active ownership*), exclusion du portefeuille de certains émetteurs ou secteurs considérés comme incompatibles avec un développement durable (*negative/exclusionary screening*), sélection des émetteurs les mieux notés sur le plan ESG (*best-in-class, best-in-universe*), investissement dans des priorités thématiques (*thematic investing*), pilotage d'indicateurs concrets tenant à l'impact du portefeuille sur des facteurs de durabilité (*impact investing*) ;
- ◆ les données ESG prises en compte sont également très diverses. Elles peuvent concerner tous les risques et opportunités environnementaux, sociaux et de gouvernance associés à l'activité d'une entreprise, de sa consommation d'eau à la proportion de femmes et minorités dans sa gouvernance en passant par le nombre de conventions collectives qu'elle aurait conclu avec les représentants de ses salariés. Ces données peuvent prendre la forme d'indicateurs quantitatifs ou d'informations qualitatives, elles peuvent être publiées par l'entreprise ou estimées par le gérant ou par un intermédiaire spécialisé. Elles peuvent être interprétées au regard des pratiques du secteur ou à partir de critères absolus, ayant trait aux objectifs extrafinanciers poursuivis (par exemple une quantité d'émission compatible avec une trajectoire 2 °). Le plus souvent, ces données sont compilées au sein de notations ESG composites, élaborées par le gérant ou par des agences de notation extrafinancières.

**Toutefois, le développement de ce marché fait apparaître une forte asymétrie d'information entre les investisseurs et les gestionnaires d'actifs** (cf. annexe I). Selon le forum pour l'investissement responsable (FIR)<sup>4</sup>, 62 % des Français « *accordent une place importante aux impacts environnementaux et sociaux dans leurs décisions de placement* ». Mais seulement 9 % d'entre eux « *connaissent* » l'ISR, 69 % n'en ayant « *jamais entendu parler* ». Les épargnants peinent à se repérer dans un marché encore jeune et hétérogène.

Certes, ce constat s'inscrit plus largement dans le manque de familiarité du public français avec les produits d'épargne non-bancaires. Toutefois, des facteurs propres à l'ISR alimentent le constat d'une défaillance de marché spécifique. Le caractère responsable ou durable d'un placement fait référence à un ensemble de pratiques complexes dont les conséquences concrètes ne sont pas aussi directement observables que la simple performance financière. Finalement, la différenciation de ces produits repose pour une large part sur des caractéristiques dites de « *confiance* », ayant trait à des pratiques de gestion qu'il est délicat de certifier, de manière crédible, à l'épargnant.

---

<sup>3</sup> Selon les catégories du droit de l'Union, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCM) et les fonds d'investissement alternatifs (FIA).

<sup>4</sup> Sondage IFOP pour le FIR et Vigéo Eiris, *Les Français et la finance responsable, vague 3*, septembre 2020.

**Pour résoudre cette asymétrie d'information, l'État est intervenu, dans le sillage d'initiatives privées, en définissant un standard de qualité applicable aux produits de placement responsables.** Plusieurs initiatives privées avaient déjà émergé en France et à l'étranger afin de proposer la certification de ces produits par un tiers indépendant. Dès 1997, le label *Finansol* a été créé sous une forme associative afin de distinguer spécifiquement les produits d'épargne solidaires. En 2002, le comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES) lance un label distinguant la prise en compte des critères ESG dans la gestion des fonds d'épargne salariale. Surtout, en 2009, *Novethic* crée un label généraliste applicable à l'ensemble des produits de placement.

Face au constat de l'incapacité des acteurs à poursuivre collectivement cette démarche dans un consensus de place, l'État est intervenu en créant, par décret du 8 janvier 2016<sup>5</sup>, un label généraliste, défini comme un « *signe distinctif matérialisant [...], pour un organisme de placement collectif, le respect d'un ensemble de critères relatif à ses modalités de gestion [et visant à concilier] performance économique et impact social et environnemental* ». Le label peut être attribué aux OPCVM et à certains FIA commercialisés en France, ainsi qu'aux mandats de gestion. Ce dispositif s'est substitué au label *Novethic*, clos à partir de 2016.

Il doit également être noté à ce stade qu'un second label d'État fut créé parallèlement au label ISR, selon une approche plus spécialisée. Le label Transition Énergétique et Écologique pour le Climat (TEEC – aujourd'hui *Greenfin*), administré par le ministère de la transition écologique (MTE), retient une approche thématique, centrée sur l'environnement et en particulier le climat. Il est attendu des fonds labellisés une « *contribution directe ou indirecte au financement de la transition énergétique et écologique* »<sup>6</sup>.

**L'État a institué une gouvernance propre au label ISR, qui s'organise autour du ministère des finances, de trois instances d'association des parties prenantes et de certificateurs accrédités** (cf. annexe II) :

- ◆ propriétaire du label ISR, l'État définit son contenu, organise et anime la consultation des parties prenantes. Le ministre chargé des finances a compétence pour établir par arrêté le référentiel et le plan de contrôle et de surveillance du label. Il nomme également les membres de la comitologie, la DG Trésor étant chargée du secrétariat et de l'animation de leurs travaux ;
- ◆ le comité du label ISR, en lien avec le comité scientifique, est chargé de conseiller l'État quant à l'évolution du label. Les membres sont nommés pour leur expérience académique ou associative en matière de placements financiers et de défense des épargnants, pour leurs compétences en matière d'épargne salariale ou de finance d'entreprise, de gestion d'actifs, d'investissement institutionnel ou de distribution de produits d'épargne (cf. tableau 3) ;
- ◆ la labellisation des fonds candidats, à la demande des sociétés de gestion et sur la base du référentiel et du plan de contrôle, est déléguée à des organismes de certification accrédités par le comité français d'accréditation (COFRAC). À date, deux labellisateurs sont accrédités, *AFNOR* et *EY France* tandis que *Deloitte* est en cours d'accréditation ;
- ◆ deux fédérations (*l'AFG* et *l'ASPIM*) et une association de place (*le FIR*) sont chargées de la gestion des recettes et dépenses du label, intégralement affectées à la promotion. En pratique, *l'AFG* reçoit les contributions annuelles des sociétés de gestion et engage les dépenses de communication, en lien avec l'État, *le FIR* et *l'ASPIM*.

---

<sup>5</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif à la création du label « Investissement socialement responsable ».

<sup>6</sup> Décret n° 2015-1615 du 10 décembre 2015 relatif au label « Transition énergétique et écologique pour le climat ».

### 1.1.2. Sur le fond, les exigences du label ISR procèdent d'une approche généraliste et inclusive, centrée sur les processus de gestion et pas sur le contenu des portefeuilles

Le label ISR relève d'une approche généraliste ou multidimensionnelle, reposant à la fois sur les piliers environnemental, social et de gouvernance (ESG) (cf. annexe I). Le premier critère de labellisation fait ainsi obligation au fonds candidat de déclarer des objectifs précis dans chacun des trois domaines<sup>7</sup> tandis que le décret de création du label<sup>8</sup> faisait déjà référence à l'« *impact social et environnemental des placements labellisés* ». Ce choix s'inscrit dans le sillage de l'approche duale, à la fois environnementale et sociale, retenue par les Nations-Unies pour définir le développement durable<sup>9</sup>. Elle est également cohérente avec l'approche généraliste des PRI et les lignes directrices de l'OCDE pour un comportement d'affaires responsable des investisseurs institutionnels<sup>10</sup>.

Le label ISR a également fait le choix d'une approche inclusive (cf. annexe I). Certes, aucun des documents fondateurs du label ne consacre explicitement un tel objectif, par exemple en définissant une cible en matière de pénétration du marché de l'épargne, à l'instar du label *Towards Sustainability*. Toutefois, en pratique, l'ensemble des caractéristiques du label ISR atteste d'une démarche inclusive, guidée par la recherche d'un consensus le plus large possible entre les acteurs de la place. La communication de l'État, propriétaire du label, insiste aussi sur son appropriation large par les acteurs de place, marquée par la croissance de l'encours et du nombre de fonds labellisés<sup>11</sup>.

L'une des manifestations de cette approche inclusive consiste à laisser ouverts les objectifs - financiers ou extrafinanciers - qui peuvent être poursuivis via la prise en compte des facteurs ESG. Le premier critère du référentiel impose au fond candidat de préciser s'il a des « *objectifs de nature financière (surplus de performance à moyen terme, réduction du risque, ou arbitrage rentabilité / risque, etc.) ou autres (éthiques, etc.) liés à la prise en compte des critères ESG* ». Plus fondamentalement, le référentiel ne contraint pas directement la matérialité qui doit être celle des facteurs ESG pris en compte. Il peut s'agir d'une matérialité financière, l'intégration de critères ESG permettant d'atteindre un meilleur rendement ou un risque plus faible. Dans un tel cas, l'ISR est un simple perfectionnement des méthodes de gestion, qui s'inscrit bien dans le cadre traditionnel de la responsabilité fiduciaire. Il peut également s'agir d'une matérialité extrafinancière, la prise en compte des facteurs ESG ayant vocation à déboucher sur une contribution environnementale ou sociale positive, en complément du rendement financier. Les objectifs extrafinanciers qui pourraient être ainsi poursuivis ne sont toutefois pas définis dans le référentiel, le gérant étant libre d'appliquer sa propre définition de la durabilité. Ainsi, le label ISR retient une définition large de l'investissement responsable, proche de celle des PRI.

**Aussi les exigences du label portent-elles essentiellement sur les processus de gestion et non pas sur le contenu des portefeuilles** (cf. annexe III). Six piliers d'exigences permettent d'attester que des facteurs ESG sont pris en compte dans la gestion, de manière significative (cf. tableau 1). En pratique, le cœur des exigences relève des piliers III, IV et VI qui concernent respectivement la sélectivité, l'engagement actionnarial et la mesure de la performance ESG (initialement qualifiée d'« *impact* »).

---

<sup>7</sup> Première version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 janvier 2016.

<sup>8</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au « label investissement socialement responsable », article 1.

<sup>9</sup> Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement, juin 1992.

<sup>10</sup> OECD, *Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, 2017.

<sup>11</sup> Communiquée de presse du ministre de l'économie des finances et de la relance, juillet 2020.

## Rapport

En particulier, la sélection des valeurs du portefeuille repose sur la notation ESG des émetteurs, et non pas sur l'inclusion ou l'exclusion obligatoires de secteurs spécifiques. La prise en compte de ces notations doit aboutir à une réduction d'au moins 20 % de l'univers d'investissement initial ou à une amélioration significative de la notation ESG moyenne du portefeuille. Le fonds est tenu de démontrer, sur le plan des moyens, le sérieux de son processus de notation. Mais aucune règle ne vient encadrer les critères à partir desquels les émetteurs sont notés. Ces notations peuvent être élaborées de façon relative selon une approche dite de *best-in-class* (au sein d'un même secteur) ou de *best-in-universe* (au sein de l'univers d'investissement). Elles peuvent aussi être définies de manière absolue au regard de critères définis. Elles peuvent signaler l'exposition d'une entreprise à des risques ESG ou rendre compte de l'impact des activités de l'entreprise sur des facteurs de durabilité.

Cette approche de processus s'expliquait par la volonté, lors de la création du dispositif, de ne pas brider la capacité d'innovation des acteurs, dans un marché encore peu mature. Elle s'expliquait aussi par une ambition de neutralité sectorielle de l'ISR<sup>12</sup>.

**Tableau 1 : Synthèse des exigences du label ISR (partie mobilière)**

Pilier	Contenu
1. La définition des objectifs poursuivis à travers la prise en compte de critères ESG	<p>Le fonds doit démontrer que sa stratégie ESG s'appuie sur des objectifs clairement et formellement définis. Ceux-ci :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ peuvent être : « financiers (surplus de performance à moyen terme, réduction du risque, ou arbitrage rentabilité / risque, etc.) ou autres (éthiques, etc.) » ;</li> <li>▪ ils doivent être précisément déclinés en termes d'attentes environnementales, sociales et de gouvernance.</li> </ul>
2. La méthodologie d'analyse et de notation ESG des émetteurs	<p>La société de gestion présente à l'auditeur sa méthode d'évaluation ESG des émetteurs et les moyens qu'elle met en œuvre pour l'appliquer (effectifs, expertises, formation, recours à des prestataires externes). La labellisation est conditionnée à la démonstration d'un « investissement significatif, mesurable et aligné conforme aux méthodologies et à la stratégie d'investissement de la société de gestion ».</p> <p>Aucun critère ne vient encadrer la construction des notes ESG, par exemple en définissant des standards à partir desquels évaluer la durabilité des entreprises :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ le référentiel indique seulement qu'« un fonds candidat qui déclare une méthodologie d'évaluation ESG qui ne permet pas, concrètement, d'aboutir à une sélection d'actifs ESG ne satisfait pas le présent critère » ;</li> <li>▪ la notion d'« actifs ESG » n'est toutefois pas définie.</li> </ul>
3. La prise en compte des critères ESG dans la construction et la vie du portefeuille (la sélectivité)	<p>Trois exigences visent à garantir que la construction du portefeuille tienne compte des notations ESG des émetteurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ « la part des émetteurs analysés ESG dans le portefeuille du fonds doit être durablement supérieure à 90% » ;</li> <li>▪ le fonds démontre, au choix : <ul style="list-style-type: none"> <li>○ une élimination d'au moins 20 % des plus mauvaises valeurs (au sens de leur notation ESG) de l'univers d'investissement initial ;</li> <li>○ une note ESG moyenne du portefeuille significativement meilleure que la note ESG moyenne de l'univers de départ (i.e. meilleure que celle de l'univers de départ retranché des 20 % des plus mauvaises valeurs).</li> </ul> </li> </ul>

<sup>12</sup> Le décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au « label investissement socialement responsable » dispose que ce dispositif vise à distinguer un placement finançant les entreprises qui contribuent au développement durable, « quel que soit leur secteur d'activité » (article 1).

## Rapport

Pilier	Contenu
	<p>Le recours à trois techniques de gestion est encadré :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ l'utilisation d'instruments financiers dérivés est limitée à une gestion efficace de portefeuille et ne doit pas avoir pour conséquence de dénaturer la politique de sélection ESG ;</li> <li>▪ les prêts-emprunts de titre ne doivent pas s'opposer à l'exercice des droits de vote ;</li> <li>▪ les positions courtes sur des actifs sélectionnés comme ESG sont interdites.</li> </ul> <p>Des règles de transparence sur les performances financières ont également été introduites ici par la nouvelle version du référentiel.</p>
4. L'engagement ESG des émetteurs	<p>Deux types de critères visent à apprécier les moyens mis en œuvre par le fonds pour engager les entreprises détenues sur les enjeux ESG :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ la politique de vote et sa mise en œuvre (vote en AG) doivent être formalisées et publiées ;</li> <li>▪ le contenu et les moyens dédiés à la politique de vote et d'engagement ESG (notamment le nombre de résolutions déposées par catégorie E, S et G) doivent être présentés à l'auditeur sans que des seuils minimaux soient requis ;</li> <li>▪ toute autre action significative auprès des émetteurs doit être décrite à l'auditeur.</li> </ul>
5. La transparence vis-à-vis des investisseurs	<p>Au-delà de la description à l'auditeur de la politique et des supports de communication, deux exigences sont prévues (depuis la nouvelle version) :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ le fonds communique aux investisseurs un « <i>rapport sur la gestion ESG</i> », sur une base au moins annuelle ;</li> <li>▪ le fonds publie chaque année sur son site internet un inventaire de portefeuille datant de moins de six mois.</li> </ul>
6. La performance ESG du fonds	<p>Le fonds doit rendre compte de sa performance ESG à partir d'indicateurs concrets ayant trait à :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ l'environnement, à partir d'au moins un indicateur portant sur les émissions de GES directes et indirectes (scopes 1 et 2) ;</li> <li>▪ les enjeux sociaux (ex : proportion d'administrateurs salariés, taux d'absentéisme, ratio d'équité) ;</li> <li>▪ la gouvernance (ex : pourcentage d'administrateurs indépendants, intégration de critères ESG dans la rémunération variable des dirigeants) ;</li> <li>▪ les droits de l'Homme (ex : part des entreprises couvertes par une convention collective, nombre de controverses relatives aux droits humains).</li> </ul> <p>Des exemples d'indicateurs sont proposés en annexe 4.</p> <p>À partir de 2020, le fonds doit démontrer un meilleur résultat que le benchmark sur au moins un indicateur dont le taux de couverture doit être supérieur à 90 % (un deuxième indicateur sera exigé à partir de 2021 avec un taux de couverture de 70 %).</p>

*Source : Nouvelle version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 juillet 2020.*

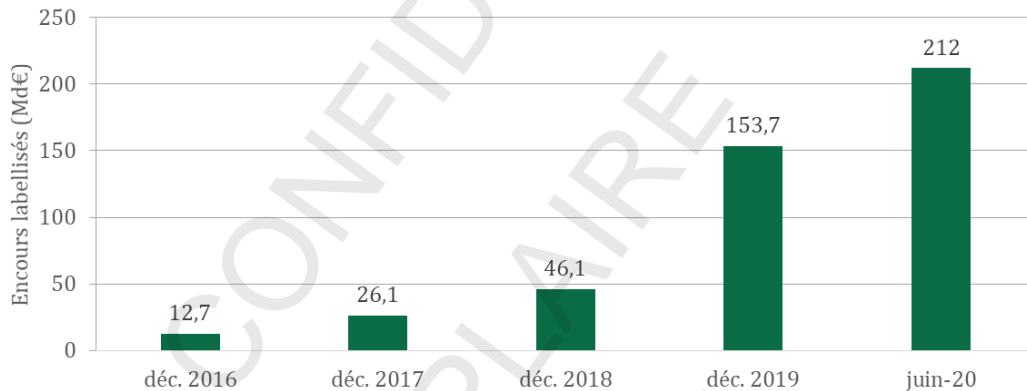


## 1.2. Sur ces fondements, le label ISR s'est rapidement et largement diffusé, jusqu'à devenir l'un des premiers labels de finance responsable en Europe

### 1.2.1. Le label ISR a fait l'objet d'une appropriation large, accélérée à partir de 2019

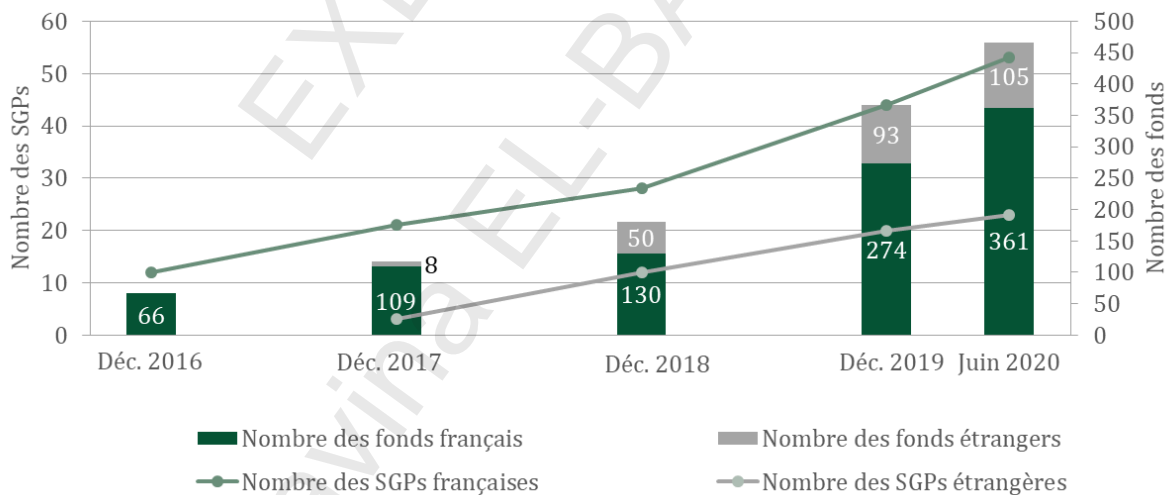
En quatre années, le label ISR s'est diffusé très rapidement, pour atteindre 212 Md€<sup>13</sup>, soit 5,8 % de l'épargne financière des ménages français <sup>14</sup>(cf. graphique 2, 3, 4). Entre 2016 et 2019, l'encours labellisé a connu un taux de croissance annuel moyen de 130 %. Au 23 novembre 2020<sup>15</sup>, 527 fonds gérés par 86 sociétés de gestion avaient obtenu le label ISR.

Graphique 2 : Évolution de l'encours labellisé (2016-2020)



Source : Chen Hongxin, *Etude de l'évolution du label ISR public français et fonds labellisés*, sous la direction de Grégoire Cousté (FIR) et Nicolas Mottis (Polytechnique), août 2020.

Graphique 3 : Evolution du nombre et de la nationalité des SGP et fonds labellisés (2016-2020)



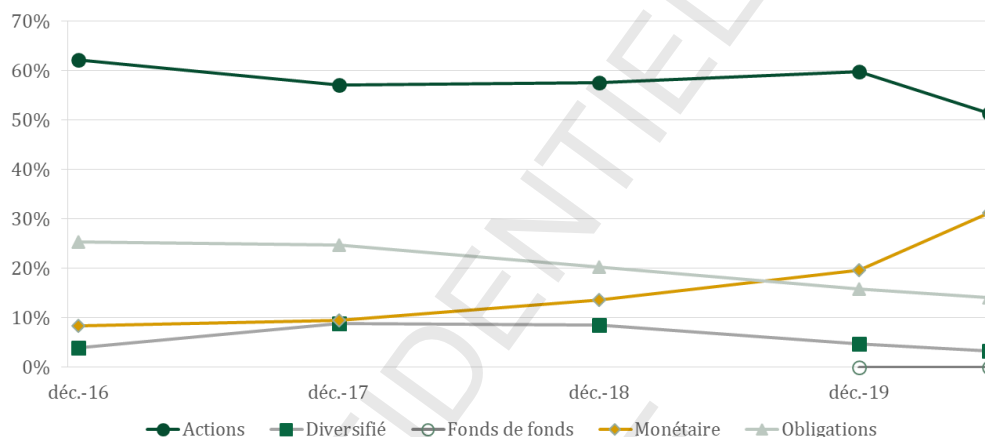
Source : Chen Hongxin, *Etude de l'évolution du label ISR public français et fonds labellisés*, sous la direction de Grégoire Cousté (FIR) et Nicolas Mottis (Polytechnique), août 2020.

<sup>13</sup> Chen Hongxin, *Etude de l'évolution du label ISR public français et fonds labellisés*, sous la direction de Grégoire Cousté (FIR) et Nicolas Mottis (Polytechnique), août 2020. Chiffrage à juin 2020.

<sup>14</sup> Banque de France, *Epargne et Patrimoine financiers des ménages - France - T2 2020*. Hors numéraire, dépôts à vue et dépôts bancaires rémunérés, les principaux placements financiers des ménages représentaient au deuxième trimestre 2020 3 677,3 Md€.

<sup>15</sup> Site internet du label ISR, « Les fonds labellisés ».

**Graphique 4 : Evolution de la part de chaque classe d'actifs dans l'encours labellisé (2016-2020)**



*Source : Chen Hongxin, Etude de l'évolution du label ISR public français et fonds labellisés, sous la direction de Grégoire Cousté (FIR) et Nicolas Mottis (Polytechnique), août 2020.*

La diffusion du label ISR se mesure également par la diversité des fonds labellisés, en termes :

- ◆ de gouvernance des sociétés de gestion participantes : 47 % sont rattachées à des banques, 21 % à des assureurs et 33 % à des gestionnaires d'actifs ;
- ◆ de nationalité des sociétés de gestion participantes : la part des acteurs hors zone euro passant de 8,7 % en 2017 à 22,2 % en 2019 ;
- ◆ de classes d'actifs : 50 % d'actions, 30 % de monétaire, 15 % d'obligations et 5 % de diversifié ;
- ◆ d'approches : la part de la gestion passive indicielle (*exchange traded funds – ETF*) dans l'encours labellisé s'élève à 7,9 % alors qu'elle était nulle fin 2018.

L'appropriation du label par les sociétés de gestion se mesure enfin à la multiplication de stratégies dites « 100 % ISR ». À fin 2019, une seule société de gestion se distinguait par un encours labellisé supérieur à 50 % de son encours total. Depuis lors, plusieurs sociétés progressent dans la labellisation ISR de l'ensemble de leurs fonds éligibles.

**Du côté de la demande, le bilan du label fait également apparaître une collecte dynamique, qui n'est toutefois pas significativement supérieure à celle de l'ensemble des fonds durables.** Sur la dernière année, les fonds labellisés affichent une collecte nette de + 29 %, les fonds actions atteignant même + 35 %. Cette collecte est plus dynamique que celle des fonds actions traditionnels (+ 26 % pour le CAC40) mais apparaît en ligne avec celle de l'ensemble des fonds durables, labellisés ou pas, évaluée à + 28% par Novethic<sup>16</sup>.

Du reste, l'analyse des fonds labellisés fait apparaître une performance financière et une volatilité globalement comparables à celle du marché : 62 % des fonds surperforment le marché et 49 % sont moins volatils.

**L'année 2019 se caractérise par une accélération marquée de la diffusion du label, conséquence de la loi PACTE<sup>17</sup>.** L'article 72 de cette dernière impose en effet aux sociétés d'assurance-vie de proposer, dès le 1<sup>er</sup> janvier 2020, au moins une unité de compte ayant obtenu un « label reconnu par l'État » dans les domaines de l'investissement socialement responsable, de la transition écologique ou de l'économie solidaire. Ces obligations de présentation se cumulent à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2022.

<sup>16</sup> Novethic, *L'indicateur Novethic*, précit.

<sup>17</sup> Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

**1.2.2. En termes d'encours et de fonds labellisés, le label ISR figure parmi les tout premiers en Europe**

**À côté du label ISR, quatre autres labels français et sept autres labels nationaux étrangers se développent en Europe** (cf. tableau 2 et annexe IV).

Le marché français se structure principalement autour du label ISR et de deux labels thématiques : *Finansol* dans le champ de l'économie solidaire et *Greenfin* dans le champ environnemental. Le label CIES doit toutefois être également mentionné, dans le champ spécifique de l'épargne salariale. Récemment, un troisième label d'État a également été créé, qui ajoute à un socle d'analyse ESG un fléchage des financements vers les sociétés françaises, en particulier les TPE, PME et ETI.

Au niveau européen, sept labels nationaux se développent et font apparaître des caractéristiques hétérogènes. Un modèle unique de gouvernance n'apparaît pas, entre des initiatives étatiques et d'autres lancées par les acteurs financiers. Les labels peuvent être attribués tel quel ou selon une logique de score ou de niveaux. Un socle d'analyse ESG s'accompagne dans la plupart des cas d'exclusions sectorielles, mais selon des modalités différentes.

**En termes de diffusion, le label ISR se classe parmi les tout premiers d'Europe.** La majorité des labels bénéficient également d'une dynamique forte<sup>18</sup> mais se situent à des niveaux d'encours entre 5 et 10 fois inférieurs à celui du label ISR. Seul le label belge *Towards Sustainability* se situe désormais à un niveau de diffusion proche du français, malgré son lancement plus tardif en février 2019.

---

<sup>18</sup> *Panorama des labels européens de finance durable*, Novethic, juin 2020 : de + 2 à + 40 % d'encours en trois mois pour les labels français (ISR et Greenfin), luxembourgeois, belge et autrichien.

## Rapport

**Tableau 2 : Labels européens d'investissement responsable**

Nom	Nationalité	Propriété du label	Approche	Nombre de fonds labellisés <sup>19</sup>	Encours labellisés (en Md€)
<b>Label ISR</b>	France	État	Processus de gestion ISR/ESG « Pass or fail »	395	140,00
<b>Greenfin</b>	France	État	Exclusions/ inclusions climat et socle ESG « Pass or fail »	19	6,40
<b>Finansol</b>	France	Association	Inclusions d'activités solidaires avec socle ESG « Pass or fail »	159	15,60
<b>CIES</b>	France	Syndicats	Processus de gestion ISR/ESG « Pass or fail »	N.D	N.D. <sup>20</sup>
<b>Relance</b>	France	État	Ciblage de sociétés françaises, socle ESG et exclusion du charbon « Pass or fail »	51	N.C.
<b>Towards Sustainability</b>	Belgique	Association d'acteurs financiers	Processus de gestion ISR/ESG et exclusions « Pass or fail »	355	167,60
<b>LuxFLAG ESG</b>	Luxembourg	Association d'acteurs financiers	Analyse ESG et exclusions « Pass or fail »	118	51,70
<b>FNG-Siegel</b>	Allemagne, Autriche, Suisse	Association d'acteurs financiers	Processus de gestion ISR/ESG et exclusions Barème à point	104	27,80
<b>Umweltzeichen</b>	Autriche	État	Processus de gestion ISR/ESG et exclusions, focus environnement Barème à point	119	21,30
<b>Nordic Swan Ecolabel</b>	Pays Nordiques	Agence de labellisation parrainée par les États	Processus de gestion ISR/ESG et exclusions, focus environnement Barème à point	33	9,80
<b>LuxFLAG Environnement</b>	Luxembourg	Association d'acteurs financiers	Inclusions et socle ESG « Pass or fail »	5	0,70
<b>LuxFLAG Climate Finance</b>	Luxembourg	Association d'acteurs financiers	Inclusions et exclusions climat et socle ESG « Pass or fail »	1	0,01

*Source : Panorama des labels européens de finance durable, Novethic, juin 2020, site internet du label Finansol, site internet du label Relance.*

<sup>19</sup> Au 31 mars 2020 pour tous les labels sauf le label Finansol (fin 2019) et le label Relance (novembre 2020).

<sup>20</sup> Lors des consultations conduits par la mission, le CIES a évoqué le chiffre de 12 sociétés de gestion labellisées depuis 2008 pour 17 à 18 Md€ d'encours.

## 2. À moins d'une évolution d'ampleur, le label ISR s'expose à une perte inéluctable de crédibilité et de pertinence

### 2.1. Le label ISR fait à l'épargnant une promesse confuse, alors que le marché évolue dans une direction de plus en plus claire

#### 2.1.1. Entre contribution effective au développement durable et qualité des processus de gestion, la promesse faite aux investisseurs reste incertaine, au risque d'occasionner des malentendus

**Les exigences du label sont difficilement conciliables avec l'objectif de contribution au développement durable, pourtant affiché dans ses documents fondateurs et ses supports de communication** (cf. annexe I).

Ceux-ci suggèrent en effet un objectif de contribution des placements labellisés au développement durable :

- ◆ le décret de création du label ISR<sup>21</sup> dispose que ce dispositif vise à distinguer « *un placement qui concilie performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité* » ;
- ◆ le règlement d'usage de la marque associée au label<sup>22</sup> énonce que « *l'ambition essentielle du label ISR soutenu par les pouvoirs publics est de distinguer des fonds d'investissement investis dans des émetteurs dont la stratégie et les pratiques de gestion répondent aux enjeux d'un développement durable* » ;
- ◆ la communication publique autour du label ISR encourage les épargnants à choisir des produits labellisés afin de « *participer à une économie plus durable* »<sup>23</sup>. Il est également précisé que les fonds labellisés sont affectés au financement des « *entreprises les plus responsables* »<sup>24</sup>.

Or, les exigences du label ne permettent pas de garantir une telle promesse. Le premier critère du référentiel laisse le choix au candidat entre des « *objectifs de nature financière (surplus de performance à moyen terme, réduction du risque, ou arbitrage rentabilité / risque, etc.) ou autres (éthiques, etc.)* ». Surtout, **le fondement des exigences de sélectivité sur la notation ESG ne saurait garantir la responsabilité ou la durabilité des investissements**. En l'absence d'exclusions sectorielles définies dans le label, la sélectivité repose uniquement sur la notation ESG des émetteurs, qui s'avère pourtant encore très malléable.

En effet, les notations ESG d'un même émetteur peuvent être extrêmement hétérogènes. L'OCDE a récemment montré que les notations ESG de trois agences portant sur les grandes entreprises américaines et européennes étaient presque entièrement décorrelées<sup>25</sup>. Les consultations conduites par la mission attestent de cette extrême disparité et finalement de la malléabilité des notations ESG, qu'elles procèdent d'agences spécialisées ou de modèles propriétaires des sociétés de gestion.

---

<sup>21</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au « label investissement socialement responsable », article 1.

<sup>22</sup> Règlement d'usage de la marque communautaire « label investissement socialement responsable » (n° 014756291), version 1.0 du 22/12/2015, approuvée par le ministre des finances et des comptes publics.

<sup>23</sup> Présentation du label ISR sur son site internet.

<sup>24</sup> Ibid.

<sup>25</sup> Boffo, R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris. Le coefficient de corrélation ( $R^2$ ) est en moyenne de 0,21 pour le S&P 500 et de 0,18 pour le STOXX 600. Les trois agences de notation extrafinancière considérées sont Bloomberg, MSCI et Refinitiv.

## Rapport

Plus précisément, le défaut d'harmonisation des notations ESG s'observe à plusieurs niveaux :

- ◆ sur la finalité de la notation (matérialité financière ou extrafinancière, risques ou opportunités) ;
- ◆ sur la méthodologie d'agrégation des données (notation absolue en fonction de critères ou relative au sein d'un secteur, pondération des trois piliers E, S et G) ;
- ◆ sur les données elles-mêmes (indicateurs quantitatifs et informations qualitatives, publication par l'émetteur ou estimation à partir de sources externes).

**Cette situation est de nature à occasionner des malentendus et expose le label et ses parties prenantes à un risque de réputation.** Une promesse imprécise peut en effet apparaître à l'épargnant comme une promesse non-tenue. Dans une étude récente<sup>26</sup>, l'association *Reclaim Finance* dénonce ainsi le défaut de garanties apportées par le label ISR s'agissant de l'impact environnemental et social des fonds labellisés. À partir d'une liste certes extensive de 598 entreprises controversées et d'un échantillon certes restreint de 36 fonds labellisés, l'étude conclut que « 94 % des fonds labellisés ISR contribuent à financer des entreprises [controversées], une proportion strictement identique à celle des fonds non labellisés ». Aussi, selon l'autorité des marchés financiers (AMF)<sup>27</sup>, en septembre 2019, 61 % des répondants faisaient « moyennement ou pas du tout confiance aux labels »<sup>28</sup>.

**Enfin, avec la promesse qui est faite à l'épargnant, c'est l'objectif de politique publique du label qui doit être clarifié.** La comparaison des ambitions affichées du label et du contenu même du référentiel fait apparaître une hésitation de l'État entre deux finalités. La simple harmonisation et promotion des pratiques de l'industrie a pu orienter le label, dans un but de soutien au marché de la gestion durable, sans prétendre en orienter le contenu. À l'inverse, le dispositif est aussi perçu comme un outil de transformation du système financier, dans le sens d'une réallocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable. Quatre ans après le lancement du label, cette hésitation n'est plus tenable.

### 2.1.2. Au contraire, le marché évolue distinctement vers la recherche d'une matérialité extrafinancière, au sens d'une contribution à un modèle économique durable

**L'intégration ESG dans un seul but financier devient une norme de marché.** La banque *JP Morgan*<sup>29</sup> estime, à partir des données des PRI, que le marché de l'investissement responsable, dans sa définition la plus large, représente déjà autour de 44 % de l'encours mondial sous gestion. La prise en compte des risques financiers émanant de facteurs ESG est désormais partie intégrante de la responsabilité fiduciaire dans de nombreux pays<sup>30</sup>. D'autant que la corrélation positive entre performance financière et gestion du risque ESG fait aujourd'hui l'objet d'un consensus parmi les acteurs académiques et industriels. À titre d'exemple, une méta-analyse conduite par l'université de Hambourg et la fédération allemande des gestionnaires d'actifs<sup>31</sup> indique que sur 2 200 études considérées, 90 % concluent à une corrélation neutre ou positive entre prise en compte des critères ESG et performance financière.

---

<sup>26</sup> Reclaim Finance, *Epargne : nos économies au service du chaos social et climatique*, octobre 2020.

<sup>27</sup> AMF, *La lettre de l'observatoire de l'épargne*, n° 35, septembre 2019.

<sup>28</sup> Données agrégées pour les labels ISR et Greenfin.

<sup>29</sup> JP Morgan's ESG and Sustainability Research team, *What Happened to ESG: deciphering the complexity of a booming market*, mars 2020. N.B: les signataires des PRI s'engage à gérer de manière responsable a minima 50 % de leur encours, l'étude retient donc un volume d'encours de l'ESG largement défini à 45 Tn\$.

<sup>30</sup> PRI et UNEP FI, *Fiduciary duty in the 21st century final report*, 2020.

<sup>31</sup> Gunnar Friede, Timo Buschi and Alexander Bassen, "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Volume 5, 2015 - Issue 4.

**Dans ce contexte, il apparaît nécessaire d'introduire dans la définition de l'investissement responsable que retient le label, une dimension plus explicite de durabilité.**

Le marché et les attentes des épargnants se déplacent en effet sur le terrain de la matérialité extrafinancière en offrant à l'investisseur, en plus du rendement financier, une contribution au développement durable, souvent mesurée à partir de l'alignement de l'entreprise avec les objectifs de développement durable (ODD) des Nations-Unies. Pour les auteurs de l'étude de marché précitée<sup>32</sup>, « le marché de l'ESG est désormais dans une phase de maturation et s'orientera probablement vers une finance plus durable ». À titre d'exemple, parmi les stratégies ESG représentées sur le marché, entre 2016 et 2018, les fonds mettant en œuvre une approche thématique de contribution au développement durable ont connu la croissance la plus dynamique (269 % pour atteindre un encours global de 1 018 Md\$).

Cette évolution est également visible sur le plan de la régulation, la mise en œuvre du plan d'action finance durable de la Commission orientant sans ambiguïté le marché vers la prise en compte d'une matérialité extrafinancière. La définition même de la finance durable retenue par la Commission repose sur une prise en compte par le gérant de l'impact des activités financées sur le développement durable<sup>33</sup>. Le premier volet de la taxonomie définit les activités dites « durables » à partir de leur impact sur l'environnement<sup>34</sup>. Le règlement dit *Disclosure* prévoit des obligations de publications portant sur l'impact extrafinancier des fonds et définit un « investissement durable » comme contribuant à un objectif environnemental ou social, tout en ne causant pas de préjudice important aux autres facteurs ESG<sup>35</sup>.

Du reste, cette tendance est cohérente avec l'évolution des attentes des épargnants, qui contribuent à l'accélérer.

**Il doit être précisé que cette évolution ne conduit pas à opposer matérialité financière et matérialité durable ou extrafinancière, mais simplement à les distinguer.** En effet, ces objectifs se superposent en partie, mais pas complètement. Une gestion durable, au sens strict du terme, vise certes à garantir un rendement financier à l'épargnant mais elle offre aussi une contribution au développement durable. Cette dernière s'assimile à l'internalisation d'une externalité : l'impact environnemental ou social de l'entreprise est pris en compte dans la décision d'investissement, alors même qu'il n'a pas, pour le moment, de conséquences sur sa situation financière.

**Dans ce contexte, le label ISR apparaît en retrait de l'évolution du marché, notamment s'il est comparé aux autres labels de finance durable en Europe (cf. annexe IV).** À titre d'exemple, le label scandinave *Nordic Swan* énonce explicitement un objectif de contribution à un modèle économique durable, celui-ci étant précisément défini à partir des ODD<sup>36</sup> et décliné en exigences concrètes au sein du cahier des charges, notamment en matière d'exclusions.

---

<sup>32</sup> JP Morgan's ESG and Sustainability Research team, *What Happened to ESG*, précit.

<sup>33</sup> COM/2018/097 final, *Plan d'action: financer la croissance durable*, mars 2018 : « La « finance durable » désigne généralement le processus consistant à tenir dûment compte des considérations environnementales et sociales dans la prise de décisions d'investissement, ce qui se traduit par une hausse des investissements dans des activités à plus long terme et durables ».

<sup>34</sup> Règlement (UE) 2020/852 du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables.

<sup>35</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

<sup>36</sup> Nordic Ecolabelling, *About Nordic Swan Ecolabelled Investment Funds and Investment Products : background document 1.3*, mai 2020 : "The objective of Nordic Swan Ecolabelled investment funds is to support investors in the Nordic countries who, in addition to earning returns, want their invested capital to work towards the achievement of the 2030 Agenda for Sustainable Development".

Au contraire, le label ISR ne s'est que marginalement adapté à cette évolution profonde de l'industrie et des attentes des épargnants. L'objectif de contribution au développement durable, certes consacré dans le décret, n'est pas explicitement repris et garanti dans le référentiel. Seule une récente modification<sup>37</sup> introduit une obligation de surperformance ESG du fonds, celle-ci étant mesurée à partir d'indicateurs concrets de développement durable. Les gérants restent libres de s'appuyer sur leurs propres définitions de la durabilité pour constituer leurs notations ESG et construire leurs portefeuilles mais uniquement dans la mesure où leur approche n'obère pas l'amélioration d'indicateurs concrets, dont une liste est proposée en annexe.

## 2.2. En l'état, la gouvernance du label ISR n'est pas en mesure d'assurer son indispensable évolution

### 2.2.1. Au niveau stratégique, la gouvernance pâtit à la fois de moyens insuffisants et d'un défaut de formalisme

**La gouvernance n'a pas su contribuer à une évolution partagée du contenu du label** (cf. annexe II). Après quatre ans d'exercice, le bilan d'une gouvernance effacée s'impose, comme en témoigne le tableau 3 de l'annexe II au présent rapport, qui reprend l'ensemble des points évoqués lors des réunions du comité du label. Sur le fond, la gouvernance n'a pas été en mesure d'apporter des solutions aux difficultés du label, pourtant relevées par les membres du comité. Il s'agit notamment du défaut d'auditabilité du référentiel, de la perspective de plus de transparence quant à l'exposition des fonds à des secteurs controversés, de l'inscription du label ISR dans son environnement réglementaire ou encore de son articulation avec les autres labels français et européens.

Plus précisément, deux séries de modifications du référentiel ont abouti sur ces quatre années. Si un tel rythme de modification n'apparaît pas insuffisant, c'est l'incapacité de ces révisions à résoudre les problèmes identifiés, de manière efficace et avec un soutien large des acteurs, qui est regrettée :

- ♦ la première révision du référentiel, intervenue en 2018, n'a introduit que des modifications techniques, à l'exception des nouvelles règles applicables aux actifs souverains ;
- ♦ la seconde révision du référentiel (dite « V2 ») a certes introduit des modifications plus importantes. L'extension du label aux fonds immobiliers transforme considérablement son périmètre. Mais, sur le fond, seule la mesure de la performance ESG (pilier VI) a été significativement revue. Or, si cette modification constitue une étape dans la prise en compte du besoin de mesure d'impact signalé à diverses reprises au sein du comité, elle n'a pas permis de fédérer en sa faveur un soutien large des parties prenantes. Plus fondamentalement, plusieurs questions de fond restent en suspens, en particulier celle de l'objectif même du label ou, plus spécifiquement, celle des exclusions.

---

<sup>37</sup> Nouvelle version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 juillet 2020.



## Rapport

Si l'on recherche les causes de cette incapacité de la gouvernance, sa représentativité n'apparaît pas particulièrement problématique (cf. annexe II). Les trois collègues qui composent le comité du label associent l'essentiel des acteurs issus des deux faces du marché : du côté de l'offre, les sociétés de gestion et, du côté de la demande, les consommateurs et la distribution ainsi que les investisseurs institutionnels (cf. tableau 3). Le comité scientifique permet également une représentation adéquate de la recherche académique sur l'ISR. Aussi les consultations conduites par la mission n'ont-elles pas permis de dégager des constats unanimes quant à un éventuel défaut de représentation au sein des comités. Tout au plus, la représentation de la société civile et des intermédiaires de commercialisation pourrait-elle être renforcée.

**Tableau 3 : Composition du comité du label ISR<sup>38</sup>**

Rôle au sein du comité	Prénom, nom	Fonction <sup>39</sup>
Présidence	M <sup>me</sup> Nicole Notat	Présidente de Vigéo Eiris
Personnalités désignées en raison de leurs compétences en matière d'épargne salariale ou de finance d'entreprise	M. Jean-Philippe Liard	Délégué fédéral à l'épargne salariale, épargne retraite, ISR au sein de la CFDT de la chimie et de l'énergie
	M. Eric Molinié	Co-rédacteur du rapport interministériel sur le renforcement de la RSE, Président de la Commission éthique et déontologie du groupe EDF
	M. Geoffroy de Vienne	Membre du Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES)
Personnalités désignées en raison de leurs compétences en matière de gestion d'actifs pour compte de tiers	M <sup>me</sup> Aurélie Baudhuin	Responsable de la Recherche ISR, MeeschaertAsset Management
	M. Thierry Bogaty	Directeur d'Amundi Expertise ISR
	M. Hervé Guez	Directeur Recherche investissement responsable et Gestion sociale et solidaire, Mirova
Personnalités désignées en raison de leur expérience académique, associative ou professionnelle en matière de placements financiers, ou de défense des consommateurs et épargnants	M <sup>me</sup> Patricia Crifo	Professeur à l'École Polytechnique et à l'Université Paris X Nanterre
	M. Guillaume Prache	Directeur général de l'association européenne Better Finance
	M <sup>me</sup> Stéphanie Truquin	Économiste à l'Institut National de la Consommation (INC)
Personnalités désignées en raison de leurs compétences en matière d'investissement institutionnel ou de distribution de produits d'épargne	M <sup>me</sup> Dorothée de Kermadec-Courson	Présidente de la Commission du développement durable de la Fédération Française de l'Assurance (FFA) et Directrice Développement Durable de CNP Assurances
	M <sup>me</sup> Anne Lanversin	Directeur commercial et Solutions financières d'AXA Epargne Retraite Entreprise
	M <sup>me</sup> Raphaèle Leroy	Responsable RSE et Entrepreneuriat social du groupe BNP Paribas

Source : Site internet du label ISR.

**La cause principale des dysfonctionnements de la gouvernance ne réside pas dans un défaut de représentativité mais dans le manque de moyens affectés à l'animation des comités** (cf. annexe II). Le bureau FINENT1 de la DG Trésor assure le secrétariat du comité du label et plus largement l'animation du dispositif à partir d'environ 0,5 équivalent temps-plein (ETP). Ces missions impliquent à la fois l'organisation logistique des réunions du comité du label, l'établissement de ses ordres du jour et comptes-rendus, la réponse aux questions provenant des labellisateurs et des sociétés de gestion ainsi que l'analyse au fond des perspectives d'évolution du référentiel.

<sup>38</sup> En l'absence d'acte de nomination, les informations mentionnées dans le présent tableau sont celles diffusées sur le site internet du label ISR : <https://www.lelabelisr.fr/qui-sommes-nous/>

<sup>39</sup> Fonction occupée au moment de la nomination affichée sur le site du label ISR au 12 novembre 2020.

## Rapport

Dans ces conditions, il apparaît difficile de susciter un travail approfondi et continu de la gouvernance du label. À cet égard, l'insuffisance du rythme des réunions est emblématique. Certes, l'obligation de tenir au moins une réunion par an<sup>40</sup> a été tenue mais seulement huit réunions en quatre années ont eu lieu. Avec trois séances, l'année 2019 a connu le niveau d'activité le plus élevé (avec l'année 2017), sans pour autant atteindre l'objectif de quatre réunions proposé par la DG Trésor fin 2018.

### **Un double défaut de formalisme obère également la crédibilité et l'efficacité de la gouvernance** (cf. annexe II).

C'est d'abord le défaut de formalisation des rôles et responsabilités qui pose problème. Si la compétence du comité pour proposer les évolutions du référentiel ne suscite pas de difficultés, l'imprécision de son rôle apparaît préjudiciable dans deux domaines :

- ◆ le suivi de la labellisation : sur huit réunions, le comité du label a bénéficié trois fois d'un point d'information des organismes de certification. Il ne dispose d'aucune compétence en matière de labellisation mais ses membres ont utilisé cette enceinte à plusieurs reprises pour dénoncer un défaut d'harmonisation entre les pratiques des labellisateurs ;
- ◆ la promotion : la majorité des séances du comité ont abordé ce point qui apparaît étroitement lié aux enjeux de fond portant sur les exigences du label. Toutefois, l'organisation retenue dans les faits consiste à déléguer la promotion à un comité spécifique, auquel ne siège aucun membre de plein exercice du comité du label ISR.

La mission et les modalités de mobilisation du comité scientifique sont également incertaines. Dans les faits, l'analyse des comptes-rendus montre que les contributions du comité scientifique relèvent essentiellement de son initiative propre, sans que ses résultats soient directement mis à profit par le comité du label, comme en témoigne l'exemple du travail mené sur l'impact en 2018<sup>41</sup>.

C'est aussi le défaut de formalisation des processus et modalités de fonctionnement qui apparaît problématique, au moins à deux niveaux :

- ◆ l'absence de tout formalisme dans les nominations a permis une prolongation en partie implicite des mandats, facteur d'incertitude pour les membres et de discontinuité dans les travaux ;
- ◆ la transparence des débats et des décisions est particulièrement faible. Les comptes-rendus du comité du label ne sont pas publiés sur le site internet, aucune information sur la vie de la gouvernance n'est apportée à l'épargnant et aux sociétés de gestion non-représentées.

---

<sup>40</sup> Article 7 du règlement du comité du label ISR.

<sup>41</sup> *Mesure d'impact et label ISR : analyse et recommandations*, Diane-Laure Arjaliès, Pierre Chollet, Patricia Crifo, Nicolas Mottis, 21 septembre 2018.

### 2.2.2. Au niveau opérationnel, la gouvernance ne permet pas de garantir la précision des exigences et l'uniformité de leur mise en œuvre

**Aucun dispositif n'est prévu pour préciser et garantir une interprétation uniforme du label** (cf. annexe II).

En premier lieu, aucun mécanisme de communication n'est formellement institué entre la gouvernance stratégique du label et les labellisateurs, afin de répondre aux questions concrètes tenant à la mise en œuvre du référentiel. Dans les faits, les labellisateurs sont conduits à exercer, en plus de leur mission de contrôle, un rôle de réponse aux questions des fonds candidats, ce qui peut apparaître problématique au regard de leur devoir d'impartialité et de l'incompatibilité qui en résulte entre les fonctions d'audit et de conseil. La DG Trésor est également destinataire de questions provenant des labellisateurs et des sociétés de gestion. Lorsqu'elle est en mesure de répondre, elle le fait de manière bilatérale, sans diffusion et agrégation des réponses au sein d'un document d'application, par exemple une « *foire aux questions* » (FAQ) ou un guide de l'audit.

En second lieu, aucun dispositif n'est institué pour assurer une mise en œuvre uniforme, quand bien même les dispositions du référentiel seraient parfaitement précisées. Les organismes de certification bénéficient en effet, dans l'organisation actuelle, d'une compétence pleine et entière pour décider de la labellisation des fonds. Le rôle du COFRAC consiste seulement à s'assurer que les certificateurs disposent bien des moyens nécessaires au contrôle effectif des dispositions du référentiel.

**Il en résulte un risque de segmentation du label** (cf. annexe II). Ce défaut d'encadrement de la labellisation alimente d'abord le risque d'un écart croissant entre les objectifs poursuivis par la gouvernance stratégique du label et la mise en œuvre effective du dispositif. De plus, entre les labellisateurs, le risque d'interprétation divergente doit également être noté, *a fortiori* si l'on considère l'arrivée prochaine d'un troisième acteur.

### 2.2.3. Sur le plan financier, la gestion des recettes de promotion apparaît également insuffisamment formalisée au regard de la croissance des enjeux

**Sur le fond, les démarches de promotion entreprises par l'AFG en lien avec les associations de promotion ne sont certes pas fondamentalement contestées.** La mission a examiné les principales initiatives de communication mises en œuvre depuis la création du label :

- ♦ durant l'année 2017, l'effort a été concentré sur les intermédiaires de distribution des produits labellisés (les conseillers en gestion de patrimoine – CGP), via l'achat d'un stand dans un salon professionnel et la diffusion de spots publicitaires sur une chaîne spécialisée ;
- ♦ en 2018, la communication s'est déplacée vers le grand public, au moyen d'une refonte du site internet et de la diffusion de contenus promotionnels sur les réseaux sociaux et une station de radio ;
- ♦ en 2019, la communication grand public s'est poursuivie, via l'achat d'encarts publicitaire physiques, notamment dans les gares.

L'effort de promotion recouvre une importance fondamentale au regard de la difficulté du label ISR à se faire connaître du grand public. En juin 2019, seuls 16 % des épargnants français déclaraient « *avoir déjà entendu parler du label ISR* »<sup>42</sup>. Dans ce contexte, la mission n'émet pas de jugement sur l'opportunité des démarches de communication entreprises mais alerte sur les lacunes de l'organisation, en particulier financière, de la fonction de promotion.

---

<sup>42</sup> AMF, *La lettre de l'observatoire de l'épargne*, n° 35, septembre 2019.

## Rapport

**La gestion des recettes du label et des dépenses de promotion auxquelles elles sont affectées est très faiblement formalisée** (cf. annexe II). En particulier, l'absence de convention entre l'entité gestionnaire des recettes du label et l'État, pourtant propriétaire de la marque à partir de laquelle elles sont dégagées, constitue une zone de risque importante.

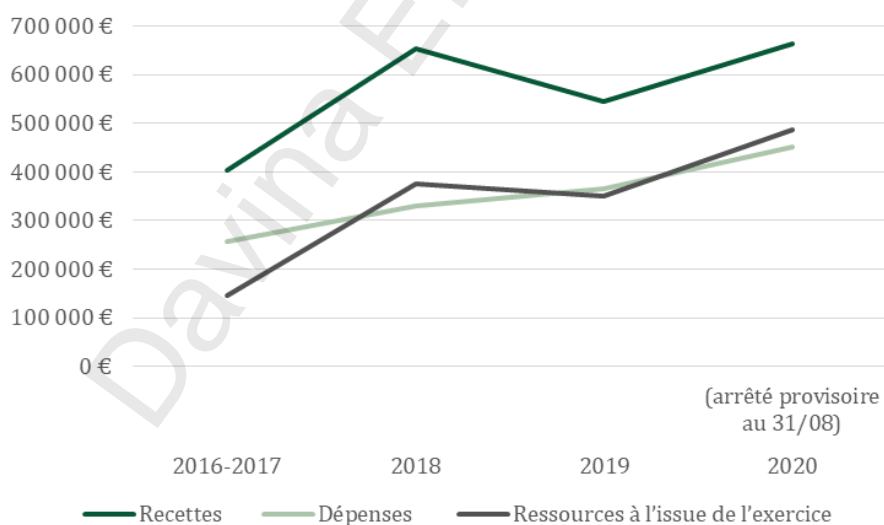
Aucun droit de labellisation ou redevance d'usage de la marque n'est directement institué par l'État, en qualité de propriétaire du label. Toutefois, l'adhésion à « *l'organisme de promotion* », rendue obligatoire par le référentiel, se matérialise par le paiement d'une contribution annuelle, prévue par engagement contractuel entre la société de gestion et les associations de promotion. En pratique, l'AFG assure la gestion des sommes, en lien avec l'État et les autres associations de promotion.

La nature même de ces ressources est toutefois incertaine. À ce stade, l'organisation repose sur leur nature privée dans la mesure où elles résultent d'un accord contractuel entre deux personnes de droit privé. Pourtant, il pourrait être envisagé de concevoir ces recettes comme des redevances d'usage de la marque « *label ISR* », partie intégrante du patrimoine immatériel de l'État. En effet, le versement de ces contributions constitue, dans les faits, une condition de labellisation, même si elle n'est pas directement prévue par le référentiel.

Une telle conception conduirait à qualifier ces sommes de deniers publics. Il en résulterait un risque de gestion de fait, à la fois en recettes et en dépenses, le recouvrement et le versement de ces ressources s'effectuant sans titre légal, c'est-à-dire sans habilitation des associations de promotion par l'État. S'il ne revient pas à la mission de déterminer la nature de ces fonds et d'apprécier la matérialité du risque de gestion de fait en l'espèce, l'organisation actuelle présente en tout état de cause une zone de risque qu'il apparaît indispensable de résorber.

**Or, la diffusion accélérée du label, tant en terme de fonds que de sociétés de gestion, se solde par des ressources annuelles en forte augmentation** (cf. annexe II). Le rythme de labellisation s'est notablement accéléré à partir de 2019. Les recettes du label ont mécaniquement augmenté, jusqu'à atteindre, sur les huit premiers mois de l'année 2020, 663 K€, dont 342 K€ effectivement encaissés (cf. graphique 5). Les dépenses de promotion augmentent également sans toutefois parvenir à ce stade à suivre le rythme des recettes. Il en résulte l'accumulation d'un solde important (près de 486 K€ au 31 août 2020 dont près de 307 K€ de trésorerie).

**Graphique 5 : Évolution des dépenses, recettes et ressources de l'organisme de promotion du label ISR (2016-2020)**



*Source : AFG, tableaux emplois ressources transmis à la mission.*

## Rapport

**Cette situation, marquée par une gestion des ressources de promotion à la fois peu formalisée et pourtant confrontée à des enjeux croissants, constitue une fragilité importante du label.** Alors que l'accroissement de la notoriété du dispositif auprès du grand public et des intermédiaires est un élément clé de son déploiement, l'organisation actuelle ne permet pas une association efficace et transparente de l'ensemble des parties prenantes à l'élaboration et à la mise en œuvre de la stratégie de promotion du label ISR.

CONFIDENTIEL  
EXEMPLAIRE  
Davina EL-BAZE

### **3. Dans ce contexte, il est recommandé de clarifier les objectifs du label, avant de confier la refonte de ses exigences à une gouvernance renforcée**

#### **3.1. Un recentrage stratégique du label ISR est nécessaire, autour d'une promesse d'allocation de l'épargne à un modèle économique durable**

##### **3.1.1. Le label ISR doit promettre et garantir effectivement une allocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable**

**Le label ISR doit assumer une promesse simple vis-à-vis de l'investisseur, celle que son placement contribue au financement d'un modèle économique durable** (cf. annexe I). Cette promesse est la seule susceptible de correspondre à l'évolution du marché, aux attentes des épargnants et à la nécessaire articulation du label avec un authentique objectif de politique publique.

Si elle devait être plus explicitement consacrée, cette promesse devrait toutefois être adossée à une définition aussi précise que possible de la notion de modèle économique durable. À ce titre, deux références internationales apparaissent incontournables :

- ♦ une première référence pourrait être les objectifs de développement durable (ODD). Au nombre de 17, ces objectifs reprennent les grandes dimensions du développement durable telles que définies par les Nations-Unies. Ils couvrent à la fois des enjeux sociaux, humains (e.g. pauvreté, alimentation, santé, éducation, égalité, travail, justice) et environnementaux (e.g. climat, eau, biodiversité). Les consultations menées par la mission attestent de l'utilisation de ces objectifs dans les approches ESG de plusieurs gérants ;
- ♦ le travail de taxonomie des activités durables réalisé au niveau de l'Union doit également constituer une référence. Dans le champ environnemental, le règlement *Taxonomy*<sup>43</sup> fait déjà obligation aux États membres de l'Union d'appliquer ses critères de durabilité, notamment dans les labels. Lorsque les actes délégués de la taxonomie environnementale auront été pris et lorsque son volet social aura également été élaboré, la définition des activités durables que retiendra le label devra se référer à ces standards communs.

Au-delà de ces références, l'État pourra souhaiter promouvoir à travers le label une vision plus spécifiquement française du développement durable. À titre d'exemple et sans préjudice des règles qui pourront être édictées dans les actes délégués du règlement *Taxonomy*, la France pourrait souhaiter promouvoir le rôle de l'énergie nucléaire dans la transition énergétique.

**Si le label n'était pas doté d'un tel objectif de politique publique, le retrait de l'État devrait être organisé rapidement** (cf. annexe I). Si le label devait se limiter à l'harmonisation et à la promotion des pratiques de l'industrie, le maintien d'un soutien public risquerait en effet d'altérer la sincérité du signal transmis au consommateur. Le soutien de l'État donne au label ISR un caractère de politique publique, il suggère à l'épargnant que les produits labellisés servent un objectif d'intérêt général. Or, ce dernier ne peut être réductible à la simple clarification d'une offre commerciale, fût-elle confuse.

**Proposition n° 1 : le label ISR doit promettre plus explicitement et plus effectivement à l'investisseur que son placement contribue au financement d'un modèle économique durable.**

---

<sup>43</sup> Règlement (UE) 2020/852 précit., article 4.

### 3.1.2. Le label doit s'adresser en priorité à l'épargnant particulier

**L'asymétrie d'information concerne l'épargnant particulier et non pas les investisseurs institutionnels et professionnels** (cf. annexe I). Les investisseurs institutionnels et professionnels peuvent développer leurs propres préférences ESG et vérifier la conformité d'une gestion à ces préférences. Les consultations conduites par la mission ont montré le haut niveau de maturité de certains investisseurs institutionnels, qui développent leurs propres critères et n'accordent pas à la labellisation ISR une importance significative pour décider de la délégation de leurs encours. Il n'est pas contesté que le développement de telles capacités de conception et de mise en œuvre représente un coût, d'où la persistance de niveaux de maturité disparates entre les acteurs. Mais ce coût est indissociable de la mission d'un investisseur professionnel. Il n'a pas vocation à être assumé par un label, *a fortiori* un label d'État.

**Aussi, la mission recommande-t-elle de consacrer l'épargnant particulier comme la cible prioritaire du label, ce qui contraint moins son périmètre que son contenu et sa promotion** (cf. annexe I). Il ne s'agit pas de réserver la labellisation à des fonds exclusivement et directement souscrits par des particuliers, ce qui n'aurait pas de sens en pratique. Il s'agit de fonder les caractéristiques et la communication du label sur les attentes des particuliers et non pas sur celles des investisseurs professionnels. Le ciblage de l'épargnant implique de rendre plus simple et plus concret le signal transmis par le label. Un socle d'exigences concrètes et crédibles est nécessaire, ce qui plaide notamment pour des exclusions sectorielles.

**Proposition n° 2 : le label ISR doit s'adresser en priorité à l'épargnant particulier, avec un message simple et concret.**

### 3.1.3. L'approche généraliste et inclusive du label n'apparaît pas devoir être remise en cause, sous réserve de consacrer un label « socle » et « à niveaux »

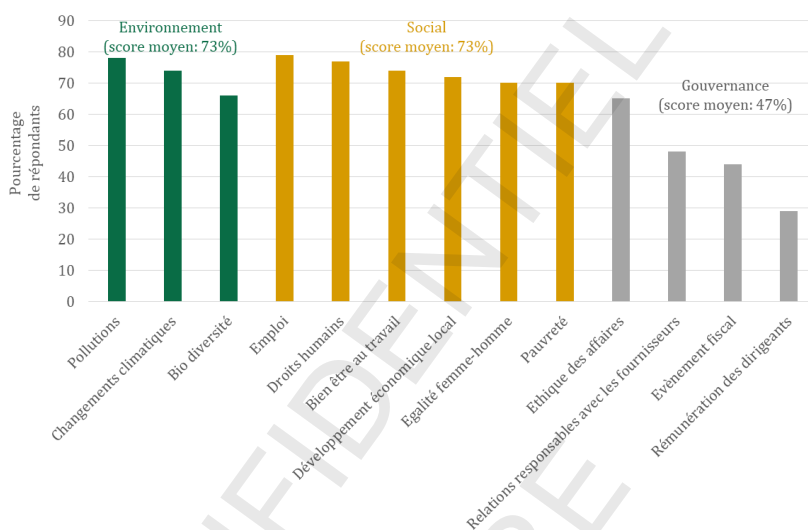
**L'approche généraliste ESG reste justifiée** (cf. annexe I). Le triptyque ESG est d'abord un standard de marché international, adossé sur les PRI et les travaux de l'OCDE. Surtout, il apparaît cohérent avec les attentes des épargnants qui ne font pas apparaître une préférence marquée pour l'un des piliers (cf. graphique 6).

Tout au plus une précision de la nature du troisième pilier est-elle nécessaire. En tant que tel, la bonne gouvernance d'une entreprise suscite un intérêt moins vif des épargnants. Une tendance de fond du marché de l'investissement durable<sup>44</sup>, attestée par certaines sociétés de gestion rencontrées, consiste à définir la gouvernance non pas comme une fin en soi mais comme un moyen de garantir un haut niveau de performance sur les deux autres piliers, par exemple en introduisant une dimension environnementale ou sociale dans la rémunération variable des dirigeants. Ainsi défini, le triptyque ESG apparaît cohérent au regard de la double dimension environnementale et sociale du développement durable. Il est du reste repris par l'ensemble des labels de finance responsable en Europe. Aussi la mission recommande-t-elle de le confirmer.

---

<sup>44</sup> JP Morgan's ESG and Sustainability Research team, *What Happened to ESGI*, précit.

**Graphique 6 : Sujets prioritaires pour les investisseurs responsables**



*Note de lecture* : parmi les personnes interrogées possédant au moins un produit d'épargne, 78 % attribuent une note d'importance de 4 ou 5/5 à l'enjeu des « pollutions ».

*Source* : Sondage IFOP pour le FIR et Vigéo Eiris, Les Français et la finance responsable, vague 3, septembre 2020.

**Le maintien d'une telle approche généraliste ESG implique toutefois une meilleure articulation avec les labels thématiques, le label ISR pouvant faire office de socle** (cf. annexe I). La multiplication des labels sur le marché français, *a fortiori* des labels d'État, est fortement préjudiciable au développement de la finance durable. Non seulement elle obère la bonne compréhension des offres en présence par l'épargnant. Mais elle accroît également le coût et la complexité des labellisations pour les sociétés de gestion.

Or, sur le fond, aucun obstacle dirimant ne s'oppose à une meilleure articulation, les autres labels français répondant à des logiques de spécialisation, dans l'ensemble compatibles avec les exigences du label ISR. En particulier, le label *Greenfin* vise un niveau d'exigence supérieure en matière environnementale et le label *Finansol* propose un fléchage vers les activités solidaires. L'articulation avec les deux autres labels serait également possible bien que peut être moins évidente. Le label CIES vise spécifiquement l'épargne salariale mais à partir d'exigences qui ne se démarquent pas fortement du label ISR. Le label Relance vise les sociétés française et un socle ESG est également prévu mais à un niveau moins exigeant que le label ISR. Ce nouveau label prévoit toutefois que la certification ISR emporte automatiquement la satisfaction de ses critères ESG.

Dans ce contexte, trois niveaux successifs de rapprochement pourraient être envisagés :

- ◆ la labellisation ISR pourrait être ajoutée comme un prérequis obligatoire dans les cahiers des charges des autres labels ;
- ◆ une marque commune pourrait être créée pour l'ensemble des labels concernés, les labels thématiques cumulant la marque commune et leur propre signal ;
- ◆ les gouvernances de ces labels pourraient être fusionnées.

La mission recommande d'engager les deux premiers niveaux de rapprochement, *a minima* pour les deux labels publics centrés sur le développement durable : ISR et *Greenfin*. La fusion des gouvernances n'apparaît pas indispensable pour garantir la lisibilité des labels pour l'épargnant. Le rapprochement avec les labels privés que sont *Finansol* et CIES devra suivre un processus différent du rapprochement entre les labels d'État qui peut être directement décidé en interministériel.

**Proposition n° 3 : maintenir l'approche généraliste ESG du label ISR et l'ériger en socle du label *Greenfin* et le cas échéant des labels *Finansol*, CIES et Relance.**



**L'approche inclusive qui a guidé le label ISR depuis sa création ne doit pas non plus être remise en cause** (cf. annexe I). Elle répond à un besoin de marché, d'autres labels élitistes étant déjà opérationnels (le label *Greenfin*) ou en cours d'élaboration (l'Ecolabel européen). Une approche inclusive permettant, dans le respect d'un objectif de contribution au développement durable, une variété de combinaisons risque-rendement apparaît nécessaire pour répondre à la demande des épargnants mais également pour massifier la réorientation des flux financiers. Alors que la demande de produits durables semble forte et que le législateur a prévu des obligations de présentation de produits labellisés dans les contrats d'assurance-vie, il importe de veiller à la profondeur du marché des placements durables.

**Toutefois, une telle approche inclusive devrait désormais tenir compte du nouveau standard de marché défini par l'AMF et rehausser en conséquence son niveau d'exigence** (cf. annexe III). La doctrine de juillet 2020<sup>45</sup> définit désormais les exigences minimales qu'un fonds doit satisfaire pour pouvoir communiquer auprès des investisseurs sur le caractère durable ou responsable de sa gestion. Dans ce nouvel environnement, le label ISR ne peut conserver son utilité qu'en rehaussant son niveau d'exigences au-dessus des seuils fixés par l'AMF.

**Surtout, une telle approche inclusive, ne devrait pas obérer la mise en valeur des meilleures performances, d'où l'utilité d'un label dit « à niveaux »** (cf. annexe III). Un label ne permet certes pas de rétablir la différenciation verticale qui est permise sur un marché fonctionnel. Toutefois, il est possible de réintroduire un certain degré de différenciation en passant d'une approche discrète ou « *pass/fail* » comme celle du label ISR à une approche par score, à niveaux ou à étoiles. Ce choix est fait par trois des sept labels nationaux en Europe. Il permet d'abord une information plus fine de l'épargnant, qui peut notamment mettre en regard un haut niveau de performance ESG avec des éventuelles contreparties financières, par exemple en termes de diversification du portefeuille ou de frais de gestion. Un label à niveaux offre également une incitation des gérants à l'innovation et à la progression sur l'échelle de notation au cours du temps.

Dans la mise en œuvre d'une telle mesure, il conviendra de veiller à :

- ◆ la bonne distinction, au sein du référentiel entre les critères minimaux, indispensables à l'obtention du label, et les critères supplémentaires ou bonus entraînant l'attribution d'étoiles ou d'une note supérieure ;
- ◆ la clarté du signal pour l'épargnant. L'articulation de cette approche par niveaux avec le rapprochement des labels français devrait être spécifiquement étudiée. Pour plus de simplicité, il pourrait être décidé par exemple qu'une approche thématique telle que celle du label *Greenfin* relève forcément du niveau de labellisation maximale.

**Proposition n° 4 : maintenir l'approche inclusive du label ISR tout en veillant à sa distinction vis-à-vis du standard de l'AMF et en autorisant la mise en valeur des meilleures performances via l'introduction d'un « label à niveaux ».**

---

<sup>45</sup> AMF, *DOC-2020-03 : Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières*, document créé le 11 mars 2020, modifié le 27 juillet 2020.

L'AMF impose un principe de proportionnalité entre la communication qui est faite aux investisseurs et la prise en compte effective des caractéristiques extrafinancières dans la gestion. Sur cette base, trois catégories de produits sont définies, correspondant à trois niveaux de communication autour de l'ESG :

- les « approches fondées sur un engagement significatif dans la gestion » sont autorisées à faire des caractéristiques extrafinancières « un élément central » de leur communication ;
- les « approches non significativement engageantes » n'ouvrent droit qu'à une communication réduite ;
- les autres types de produit ne peuvent pas communiquer sur la prise en compte de caractéristiques extrafinancières en dehors du prospectus.

La notion d'« *engagement significatif* » est définie à partir de critères qui reprennent ceux du label ISR mais ne s'y limitent pas.

### 3.1.4. L'inscription dans une perspective européenne doit être réaffirmée

**Le passage de la labellisation ISR à l'échelle européenne est souhaitable mais lointain** (cf. annexe IV).

Un label ISR européen, souhaité par l'essentiel des parties prenantes, apparaîtrait certes utile à l'union des marchés de capitaux et à la promotion des intérêts européens sur le plan mondial. Les consultations menées par la mission font apparaître une demande forte des acteurs, en particulier les sociétés de gestion internationales, en faveur d'un label ISR européen. La multiplicité des labels nationaux est en effet à l'origine d'une fragmentation du marché, chaque label jouant *de facto* un rôle de barrière à l'entrée.

Plusieurs obstacles restent toutefois à lever dans les prochaines années avant d'aboutir à un label ISR européen. La stratégie de la Commission à cet égard pourrait être clarifiée rapidement : le plan d'action finance durable révisé, attendu pour le début de l'année 2021, pourrait annoncer l'objectif de créer un label ISR européen. Toutefois, quand bien même une telle initiative serait annoncée, elle nécessiterait sans doute que soit préalablement élaboré le volet social de la taxonomie, attendu pour le milieu de la décennie 2020.

En tout état de cause, le travail d'extension aux produits financiers de l'**Ecolabel européen**, toujours en cours, ne réduit pas le besoin d'un label généraliste ESG à court-terme et incite, à plus long terme, à ne pas sous-estimer la difficulté de l'harmonisation européenne dans ce domaine. Erigée en priorité du plan d'action de 2018, l'élaboration d'un cahier des charges applicables aux produits financiers est prévue pour aboutir d'ici mars 2021. À ce stade, trois propositions ont été soumises à consultation par le centre commun de recherche de la Commission. Globalement, ce dispositif restera centré sur des exigences environnementales, notamment en raison de la base juridique sur laquelle il s'appuie<sup>46</sup>. Surtout, les craintes sont nombreuses que cette initiative aboutisse un niveau d'exigence trop élevé qui ne permettrait pas une réelle diffusion du label : à titre d'exemple, une étude réalisée avant la dernière proposition de référentiel estimait à 3 % la proportion des fonds verts existants susceptibles de satisfaire les critères de l'Ecolabel<sup>47</sup>.

**Dans ce contexte, il faut viser pour le label ISR un statut de référence en Europe, en veillant à sa bonne articulation avec le droit de l'Union et en travaillant à des équivalences avec les autres labels européens** (cf. annexes I et IV).

Il convient d'abord de veiller à la bonne articulation du label avec les catégories de produits durables définies par le droit européen. Il apparaît évidemment indispensable que les produits labellisés ISR soient également reconnus comme durables au sens du droit de l'Union. Concrètement cela implique trois contraintes dans la définition des exigences du label ISR :

- ◆ qu'elles soient *a minima* égales à celles qui seront prévues pour autoriser la proposition d'un produit à un épargnant émettant des préférences ESG. Ces exigences sont en cours d'être précisées à l'occasion de la revue des règles applicables au « *suitability test* » (amendements aux actes délégués des directives dites « *MiFID II* »<sup>48</sup> et « *IDD* »<sup>49</sup>) ;

---

<sup>46</sup> Règlement (CEE) n° 880/92 du Conseil, du 23 mars 1992, concernant un système communautaire d'attribution de label écologique.

<sup>47</sup> European Commission (Malte Hessenius, Maurice Dumrose, Christina Anselm, Stefanie Berendsen, Ingmar Juergens, Christian Klein, Felicitas Koch, Karsten Löffler, Sebastian Rink), *Testing Draft EU Ecolabel Criteria on UCITS equity funds*, juin 2020.

<sup>48</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

<sup>49</sup> Directive (UE) 2016/97 du Parlement européen et du Conseil du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances.

## Rapport

- ◆ qu'elles soient également articulées avec les catégories définies par le règlement *Disclosure*<sup>50</sup> (article 8 ou 9), qui pourraient ne pas être reprises à l'identique dans la réglementation applicable au « *suitability test* » ;
- ◆ qu'elles reprennent les critères définis par le règlement *Taxonomy*<sup>51</sup> pour la définition des activités durables sur le plan environnemental.

L'inscription dans le contexte européen implique aussi de viser un objectif de rapprochement entre les labels nationaux, en travaillant dans la mesure du possible à des équivalences. À ce titre, il est proposé de confier au futur comité du label et à ses moyens propres (cf. section 3.3) la tâche de structurer un forum informel d'échange entre les labels européens. Cet espace de dialogue pourrait fournir à la fois un cadre d'échange de bonnes pratiques et, à moyen terme, de négociation d'équivalence entre labels.

Le rapprochement complet entre référentiels apparaît certes peu réaliste, notamment sur le plan des exclusions énergétiques. Des équivalences sous conditions pourraient toutefois être envisagées, l'obtention d'un label européen permettant de simplifier l'accès à un autre. En tout état de cause, les consultations conduites par la mission auprès des labels étrangers témoignent d'une volonté partagée d'instituer un dialogue.

**Proposition n° 5 : inscrire le label ISR dans une perspective européenne réaliste en garantissant son articulation avec le droit de l'Union et en instituant un forum informel d'échange entre labels européens.**

### 3.2. Des exigences nouvelles devront être déclinées, en temps utile, afin de tirer les conséquences de ce nouveau cadre stratégique

#### 3.2.1. Dans l'immédiat, seule une clarification du référentiel actuel apparaît réaliste

**À court-terme, la mission recommande seulement la diffusion d'un guide de l'audit, afin de résorber l'incertitude sur certains points du référentiel** (cf. annexe III).

Cinq difficultés de mise en œuvre du référentiel devraient *a minima* être résorbées, via la diffusion, par la DG Trésor, d'un guide de l'audit ou d'une « *foire aux questions* » (FAQ) :

- ◆ les écarts entre les cahiers des charges applicables aux mandats et aux fonds devraient être limités à ce qui découle directement des différences de fonctionnement entre ces supports. En particulier, il devrait être précisé que les règles relatives aux actifs souverains et aux prêts-emprunts de titre concernent indifféremment les mandats et les fonds ;
- ◆ le recours aux instruments dérivés, en particulier dans le cadre des gestions obligataires et multi-actifs, devrait être clarifié en réaffirmant le principe d'une gestion efficace de portefeuille et en précisant, dans ce cadre, que l'annexe 3 au référentiel ne saurait limiter le type d'actifs sur lesquels peuvent être assis les instruments dérivés (en particulier actions et obligations). La labellisation des fonds synthétiques devrait être explicitement exclue ;
- ◆ pour mettre fin à l'incertitude, la labellisation des fonds passifs devrait être explicitement permise, dans la stricte mesure où ils démontrent le respect des critères du référentiel, et sans préjudice du débat de fond sur le principe ou les modalités de leur labellisation à terme ;

---

<sup>50</sup> Règlement (UE) 2019/2088 précit.

<sup>51</sup> Règlement (UE) 2020/852 précit.

## Rapport

- ◆ les critères applicables aux fonds de fonds (multi-gestion) mériteraient également d'être clarifiés. La nouvelle version du référentiel introduit, en plus de l'obligation de labellisation de 90 % des fonds cibles, une exigence supplémentaire revenant à l'application, par transparence, du pilier III.1 à l'ensemble des actifs détenus. Cette dernière exigence apparaît peu praticable compte tenu du niveau d'information et de contrôle du gérant de fonds de fonds sur les fonds cibles. Il est proposé de retenir une interprétation large de ces dispositions en demandant au fonds de fonds de démontrer la cohérence existant entre les approches ESG des différents fonds cibles (objectifs extrafinanciers et méthodes de sélection compatibles) ;
- ◆ il devrait enfin être clairement indiqué que les indicateurs de performance ESG énumérés en annexe 4 au référentiel ne constituent pas une liste obligatoire mais indicative, le gérant restant libre, sous le contrôle du certificateur, de recourir à l'indicateur le plus pertinent au regard de l'objectif extrafinancier poursuivi.

**Proposition n° 6 : établir dès le début de l'année 2021 un guide de l'audit susceptible de résorber les difficultés d'interprétation du référentiel.**

**Trois facteurs incitent à toutefois reporter une évolution plus ambitieuse du label, sans doute au début ou au milieu de l'année 2022 (cf. annexe III) :**

- ◆ l'entrée en vigueur de la nouvelle version du référentiel (dite « V2 ») au 23 octobre 2020 est trop récente pour envisager de nouvelles modifications substantielles à court terme. Les sociétés de gestion doivent pouvoir s'appuyer sur des exigences stables pour faire évoluer leurs pratiques ;
- ◆ les évolutions plus ambitieuses proposées, en particulier les exclusions, procèdent directement d'une refonte des objectifs du label. En l'absence d'un travail participatif et approfondi sur la clarification des objectifs du label, de telles évolutions risqueraient de se heurter à l'incompréhension des acteurs et ne parviendraient pas à fédérer un consensus de place ;
- ◆ enfin, la déclinaison opérationnelle de ces évolutions nécessite davantage de visibilité sur l'évolution du cadre réglementaire européen :
  - le cadre de régulation des produits ESG reste encore incertain, en particulier s'agissant des obligations de transparence issues du règlement *Disclosure* et de la révision du « *suitability test* » ;
  - dans la stratégie de finance durable renouvelée, dont la publication est attendue en début d'année 2021, la commission pourrait clarifier ses intentions s'agissant de la régulation des labels ISR en Europe et d'un éventuel projet de label ISR de l'Union (cf. annexe IV) ;
  - la disponibilité de la donnée ESG pourrait être profondément transformée à l'issue du processus de révision de la directive *NFRD*<sup>52</sup>.

L'objectif d'un référentiel refondé pour le début ou le milieu de l'année 2022 apparaît cohérent avec ces contraintes, même si l'ensemble des incertitudes européennes ne seront pas levées d'ici là.

**Proposition n° 7 : reporter au début ou au milieu de l'année 2022 la refonte du référentiel du label.**

---

<sup>52</sup> Directive 2014/95/UE du Parlement Européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes.

### 3.2.2. À horizon 2022, un nouveau référentiel devra prévoir une évolution plus ambitieuse des exigences, en particulier sur le plan de la sélectivité

**D'un point de vue comparatif, c'est essentiellement sur le plan des exclusions que le label ISR apparaît en retrait des meilleures pratiques européennes** (cf. annexe IV). Tous les principaux labels européens prévoient des exclusions normatives et sectorielles.

Cette spécificité du label ISR entame sa crédibilité sur un plan européen, alors même qu'il prévoit des exigences comparativement fortes dans d'autres domaines :

- ◆ sur le plan de la transparence, le constat est certes ambivalent. Les exigences du label ISR n'apparaissent pas manifestement en retrait mais le rythme de publication de l'inventaire du portefeuille est parmi les plus faibles et d'autres labels offrent, sur leur site internet, une information plus claire quant aux fonds labellisés et à leur contenu. C'est notamment le cas du label *Towards Sustainability* qui propose des fiches produits pour chacun des fonds labellisés ;
- ◆ mais en termes d'engagement actionnarial, les exigences du label ISR sont plus strictes que la majorité des autres labels européens. *Towards Sustainability* n'a pas rendu obligatoire une telle démarche, excepté pour les entreprises ayant des activités en lien avec l'énergie fossile. *LuxFLAG ESG* et *Greenfin* ne l'exigent pas non plus, de même que *FNG-Siegel*, *Nordic Swan* et *Umweltzeichen*, qui la récompensent néanmoins dans leur échelle de notation ;
- ◆ de même, en termes d'impact ou du moins de mesure de la performance ESG, le label ISR apparaît également en avance. Excepté pour le label *Greenfin*, la publication d'indicateurs bruts n'est jamais obligatoire. Elle donne lieu à l'attribution de points au sein de la notation de *Nordic Swan*, d'*Umweltzeichen* et de *FNG-Siegel* et elle ne représente pas une exigence stricte dans le référentiel de *Towards Sustainability*,

**Aussi le recours à des exclusions doit-il être la priorité principale dans la refonte des exigences du label. Des exclusions ciblées et évolutives apparaissent en effet indispensables à sa crédibilité, sans pour autant obérer nécessairement la contribution à la transition** (cf. annexe III).

Sur le principe, deux facteurs contribuent à faire des exclusions une évolution indispensable du label :

- ◆ elles découlent d'abord naturellement du ciblage du label sur l'épargnant particulier et de la redéfinition de sa promesse autour d'une contribution au développement durable. La détention, dans un fonds labellisé ISR, d'actifs perçus comme incompatibles avec le développement durable est incompréhensible pour l'épargnant. Si le label promet à l'épargnant une contribution de son placement au développement durable, il doit en même temps garantir une absence de préjudice significatif de ce même placement envers l'environnement, les droits sociaux et humains. Aussi, les exclusions doivent-elles être comprises comme une exigence minimale, qui ne permet certes pas de démontrer une contribution positive, mais qui est une condition indispensable à la crédibilité du discours proposé à l'épargnant ;

## Rapport

- ◆ les exclusions pourraient également être une condition indispensable pour que les produits labellisés ISR soient systématiquement considérés comme durables au sens du droit de l'Union. Dans l'attente des amendements aux actes délégués des directives dites « MiFID II »<sup>53</sup> et « IDD »<sup>54</sup>, il n'est pas possible de décrire avec précision les critères qui devront être ceux du label afin d'assurer que les produits labellisés puissent être proposés aux épargnants exprimant des préférences ESG. Toutefois, il est permis de supposer que des exclusions minimales seront nécessaires. En effet, le droit européen en matière de finance durable fait de multiples références au principe d'absence de préjudice important (« *do not significantly harm* »)<sup>55</sup>, qui implique quasi-nécessairement l'exclusion des activités les plus nocives.

Deux raisons attestent également du caractère réaliste d'une telle perspective :

- ◆ la critique des exclusions sur le fondement de leur incompatibilité avec une approche de transition n'apparaît pas entièrement fondée. Certes, l'exclusion de secteurs peu performants sur un plan ESG prive les investisseurs de la possibilité d'accompagner des émetteurs à fort potentiel d'amélioration. Toutefois, il est possible de définir des modalités d'exclusions permettant de parer, au moins en partie, à cette critique, via des seuils progressifs ou des exemptions pour les émetteurs en transition ;
- ◆ les exclusions constituent désormais une pratique de marché bien installée. Les arguments qui plaident en faveur d'exclusions dans le référentiel du label poussent également les sociétés de gestion à développer leurs propres règles en la matière. Aussi l'intégralité des sociétés rencontrées par la mission mettent-elles en œuvre une politique interne d'exclusion. Certes le champ de ces exclusions ne se recoupe pas parfaitement mais le principe en est universellement admis. Des perspectives de convergence s'observent même, notamment sur le charbon, dans le sillage de l'engagement de place du 2 juillet 2019<sup>56</sup>, d'ailleurs repris dans le cadre du label Relance.

Dans ce contexte, il est recommandé d'ajouter à une nouvelle version du référentiel un socle minimal d'exclusions ciblées, susceptible de garantir à la fois la crédibilité du label pour l'épargnant, son alignement avec les pratiques européennes et le maintien d'un univers d'investissement suffisamment large (cf. tableau 4).

---

<sup>53</sup> Directive 2014/65/UE précit.

<sup>54</sup> Directive (UE) 2016/97 précit.

<sup>55</sup> L'article 17 du règlement *Taxonomy* énonce ce principe pour la définition des activités durables sur un plan environnemental. Le règlement *Disclosure* définit les « *investissement durables* » (article 9) comme contribuant à un objectif environnemental ou social, tout en ne causant pas de préjudice important aux autres facteurs ESG. Concrètement, éviter un préjudice important ou significatif revient à exclure les activités les plus nocives.

<sup>56</sup> AMF/ACPR, *Les politiques « charbon » des acteurs de la place financière de Paris : premier rapport de suivi et d'évaluation, novembre 2020*.

Tableau 4 : Socle d'exclusions minimales proposées par la mission

Nature	Périmètre	Modalités
<b>Exclusions normatives fondées sur un cadre de référence international</b>	Émetteurs soupçonnés de violation graves et/ou répétées des principes du Pacte Mondial ( <i>UN Global Compact</i> )	Exclusion stricte
<b>Exclusions des secteurs les plus controversés sur le plan ESG</b>	Vente, production et composants d'armes non-conventionnelles	Exclusion stricte sur la base des Conventions d'Ottawa et d'Oslo
	Vente et production de tabac	Exclusion sur la base d'une exposition mesurée en part du CA (ex : 10 % pour le label <i>Towards Sustainability</i> )
	Activités forestières non-durables au sens des principaux standards internationaux <sup>57</sup>	Exclusion sur la base d'une exposition mesurée en part du CA (ex : 33 % pour le label <i>Greenfin</i> )
<b>Exclusions climatiques liées à l'exposition aux énergies fossiles</b>	Exploration et extraction de charbon	Exclusion sur la base d'une exposition mesurée en part du CA, de plus en plus restrictive au cours du temps
	Exploration et extraction de pétrole et gaz non-conventionnels <sup>58</sup>	Exclusion sur la base d'une exposition mesurée en part du CA, de plus en plus restrictive au cours du temps
	Production de chaleur et d'électricité incompatible avec un scénario 2 °.	Exclusion sur la base d'une intensité carbone du mix énergétique ou du recours à des sources d'énergies exclues (charbon, gaz non-conventionnel), restriction au cours du temps

Source : Mission.

Au-delà, le parangonnage européen suggère d'autres pistes d'exclusions, qui ne devraient être envisagées qu'à l'issue d'un examen plus approfondi (fossiles conventionnels, armes conventionnelles, pesticides, ingénierie génétique etc.). En tout état de cause, il n'est pas recommandé de suivre le reste des labels européens dans une exclusion de la filière nucléaire<sup>59</sup>.

Il conviendra de veiller au caractère évolutif de ces exclusions, à double titre :

- ◆ la liste des exclusions devra être adaptée dans le temps, en fonction de l'évolution des attentes de la société et également des transformations économiques qui pourraient affecter la profondeur de certains marchés ;
- ◆ dans le domaine énergétique, les exclusions décidées devront prévoir une trajectoire de sortie des émetteurs, fondée sur des scénarios climatiques. Concrètement, les exclusions du charbon et des fossiles non-conventionnels devraient se traduire par un corridor de réduction de la part de ces énergies dans les revenus d'un émetteur.

**Proposition n° 8 : ajouter aux critères du label un socle minimal d'exclusions recouvrant les violations du Pacte Mondial, les armes non-conventionnelles, le tabac, les activités liées à la déforestation, l'extraction et la production de charbon et de fossiles non-conventionnels ainsi que la production de chaleur et d'électricité incompatible avec un scénario 2 °.**

<sup>57</sup> À titre d'exemple, le label *Greenfin* s'appuie sur les standards suivants : *Verified Carbon Standard*, *Programme de reconnaissance des certifications forestières*, *Forest Stewardship Council* ou équivalent.

<sup>58</sup> La définition couramment admise de ces ressources fossiles recouvrent le pétrole et gaz de schiste ainsi que les forages arctiques.

<sup>59</sup> Cette énergie est un pilier essentiel de la stratégie nationale bas-carbone (SNBC) de la France, qui prévoit 50 % de production d'électricité par du nucléaire à horizon 2035.

**En complément, une plus grande diversité d'approches dans la sélection des valeurs serait souhaitable, sous réserve que soit effectivement poursuivi un objectif de contribution à un modèle économique durable (cf. annexe III).**

Pour tenir compte de l'évolution des pratiques, il apparaît nécessaire d'ouvrir le label à une gamme plus large de stratégies ESG. En l'état, le référentiel prévoit seulement deux approches : la réduction de l'univers investissable et l'amélioration de la note ESG moyenne. Dans les faits, ces deux critères peuvent être contournés par une manipulation de l'univers investissable de départ, d'où le risque d'une contrainte superficielle. Surtout, ces deux approches sont difficilement conciliables avec la variété de stratégies ESG qui s'observe désormais sur le marché, notamment les approches thématiques pour lesquelles la comparaison avec un univers de départ n'est pas significative.

Aussi, est-il recommandé de rompre avec la limitation des approches ESG prévue au pilier III, en faveur d'une simple exigence de fond, portant sur la mise en œuvre d'une stratégie ESG significative. Concrètement, le référentiel du label ISR pourrait reprendre les catégories d'approches ESG définies par l'AMF<sup>60</sup>, tout en prévoyant le cas échéant pour chacune d'elles un niveau d'exigence accru.

Toutefois, trois contraintes devraient encadrer ces approches variées :

- ◆ conformément à la clarification des objectifs proposée en annexe I, il est recommandé d'exclure explicitement les approches fondées sur la seule matérialité financière. Quelle que soit la stratégie ESG retenue, le fonds serait tenu de démontrer sa cohérence au regard d'un objectif extrafinancier. Cela exclurait notamment le recours à des notations ESG entièrement fondées sur la seule matérialité financière ;
- ◆ les fonds recourant à une stratégie ESG thématique ou d'inclusion (*positive screening*) seraient tenus, dans le domaine environnemental, de définir les activités durables à partir de la taxonomie européenne<sup>61</sup> ;
- ◆ pour les approches fondées sur la comparaison à un univers investissable, il conviendrait de prévoir une disposition excluant la manipulation de ce dernier<sup>62</sup>.

**Proposition n° 9 : limiter les critères tenant à la construction du portefeuille à une exigence principale de significativité et de matérialité extrafinancière et prévoir dans ce cadre l'alignement du référentiel du label avec la taxonomie européenne.**

---

<sup>60</sup> AMF, *DOC-2020-03*, précit. Il s'agit des approches fondées sur la référence à univers investissable, les approches thématiques, celles fondées sur le pilotage d'indicateurs d'impact et de toute autre approche significative.

<sup>61</sup> Aux termes de l'article 4 du règlement *Taxonomy*, les mesures publiques, les normes et les labels mis en place par les États membres et par l'Union ne peuvent recourir à une définition de la durabilité environnementale différente de celle de la taxonomie.

<sup>62</sup> À titre d'exemple, la doctrine de l'AMF énonce que : « lorsque l'approche se réfère à l'univers d'investissement, celui-ci doit être cohérent avec l'univers qui aurait été sélectionné pour un fonds similaire ne présentant pas de caractéristiques extra-financières, afin d'éviter une réduction ou une amélioration « artificielle » de l'univers d'investissement. À ce titre, la composition de cet univers doit uniquement être déterminée à partir de la stratégie du fonds et des actifs qu'il est en mesure de sélectionner. »



### 3.2.3. La mission identifie également d'autres pistes d'évolution tenant à la transparence, à l'engagement actionnarial, à « l'impact » et au périmètre du label

**Au-delà des exigences de fond, il est recommandé de mettre l'accent sur la transparence vis-à-vis de l'épargnant** (cf. annexe III). Les critères posés par le label ne pourront jamais être parfaitement adaptés à toute la diversité des approches ESG mises en œuvre par les fonds et à la variété des souhaits des épargnants quant à la contribution de leur placement. Aussi, il convient de veiller à une meilleure communication sur les pratiques effectives de gestion afin d'impliquer directement l'épargnant dans l'appréciation de la durabilité du produit.

À ce titre, la mission propose de créer, sur le modèle du label belge *Towards Sustainability*, des fiches d'information synthétiques sur chaque produit labellisé. Celles-ci seraient directement accessibles sur le site du label. Mises à jour à un rythme *a minima* trimestriel, elles préciseraient l'objectif extrafinancier du fonds, sa stratégie ESG, les grandes masses de son inventaire et ses indicateurs de performance ESG.

**Proposition n° 10 : renforcer la transparence en publiant sur le site du label des fiches synthétiques portant sur chacun des produits labellisés.**

**L'approfondissement des exigences d'engagement actionnarial recouvre également une importance fondamentale mais il devrait privilégier le reporting aux épargnants plutôt que des critères quantitatifs** (cf. annexe III). L'engagement est en effet l'outil indispensable d'une contribution à la transition. Il requiert des moyens importants et il convient donc de veiller à sa valorisation afin d'inciter les sociétés de gestion à progresser.

Introduire des critères quantitatifs d'engagement serait toutefois inopportun. À ce stade, le référentiel du label ISR limite ces exigences à la description des moyens mis en œuvre pour engager les émetteurs sur des enjeux ESG, sans imposer d'obligations quantitatives, par exemple en termes de taux de participation aux votes ou de nombre de résolutions déposées ou de taux d'opposition aux résolutions de la direction. En réalité, la qualité de l'engagement actionnarial ne saurait être directement appréhendée à partir d'indicateurs quantitatifs. Elle recouvre une dimension qualitative qui dépend des conditions spécifiques au dialogue établi entre la société de gestion et l'émetteur.

Aussi est-il recommandé de travailler à une meilleure information de l'épargnant quant aux démarches d'engagement réalisées par la société de gestion. Une première étape pourrait consister à demander la publication de toutes les informations qui ne doivent, en l'état de la rédaction du pilier IV, qu'être transmises à l'auditeur. Sur le modèle des rapports d'engagement et de vote, la fiche d'information synthétique prévue pour chaque produit pourrait reprendre les priorités d'engagement du gérant, leur articulation avec l'objectif extrafinancier du fonds et les principaux éléments de bilan sur l'année passée. Dans ce cadre, des indicateurs quantitatifs pourraient être fournis, en particulier le taux d'opposition aux résolutions de la direction.

**Proposition n° 11 : en matière d'engagement actionnarial, privilégier une meilleure information de l'épargnant sur les démarches mises en œuvre par la société de gestion et leur contribution concrète au regard des objectifs extrafinanciers du fonds.**

**S'il apparaît prématuré de réintroduire la notion d'impact dans le référentiel, l'alignement des fonds avec ses objectifs extrafinanciers doit toutefois être plus clairement communiqué à l'épargnant (cf. annexe III).**

Le marché évolue certes rapidement vers l'investissement dit « à impact ». Parmi les stratégies ESG, celle-ci se définit par l'intention de produire, en complément de la performance financière, un impact social et environnemental non seulement positif mais également mesurable. Historiquement, l'investissement à impact s'est cantonné à un marché de niche, centré sur des classes d'actifs particulières, offrant une proximité forte entre l'investisseur et l'activité de l'entreprise : le non côté, le solidaire, les obligations vertes ou à impact social. La tendance de marché actuel consiste à étendre ces notions à la gestion collective classique, intervenant notamment sur les grandes capitalisations cotées. Selon le *Global Impact Investment Network* (GIIN), l'encours mondial géré selon un telle approche représentait 715 Md\$ en 2019 contre 500 Md\$ en 2018<sup>63</sup>.

Toutefois, cette extension du champ de l'investissement à impact n'est pas sans poser d'importants problèmes méthodologiques. Au fond, il n'est pas contesté qu'une gestion ISR puisse avoir un impact sur l'atteinte d'un objectif lié au développement durable, notamment en contribuant par l'engagement actionnarial à la transformation d'une entreprise. C'est la mesurabilité et l'additionnalité de cet impact qui sont délicates à démontrer lorsqu'il est question d'une mesure d'investissement ou d'engagement, le cas échéant par l'intermédiaire de coalitions, portant sur une grande entreprise mondiale.

Deux travaux académiques et de place récents ont permis de dévoiler les obstacles méthodologiques qui restent à lever avant d'admettre éventuellement une promesse d'impact dans le champ du label ISR :

- ◆ le rapport réalisé par *Impact Invest Lab (iiLab)* à la demande du Haut-Commissaire à l'économie sociale et solidaire, remis en juillet 2020<sup>64</sup>, conclut au besoin de créer une instance de place afin d'élaborer le cadre conceptuel et méthodologique nécessaire à un développement à la fois large et rigoureux de l'investissement à impact ;
- ◆ le travail conduit en 2018 par le comité scientifique<sup>65</sup> propose des pistes de travail pour éviter un risque de dévoiement de la notion d'impact, alors que les fonds ISR reprennent le vocabulaire de ce type d'investissement sans toutefois respecter les mêmes contraintes méthodologiques.

Dans cette perspective, la mission recommande de poursuivre dans la direction empruntée par l'actuel pilier VI, en se gardant de recourir à la notion d'impact qui est encore insuffisamment stabilisée mais en veillant à davantage de cohérence entre la mesure de la performance ESG et l'objectif extrafinancier poursuivi. En particulier, il est proposé de demander au fonds de préciser l'objectif extrafinancier visé, le cas échéant en imposant son rattachement à un ODD. L'exigence de surperformance ESG serait maintenue mais une marge d'autonomie plus grande serait ménagée dans le choix des indicateurs et leur interprétation, via une comparaison au benchmark ou dans le temps. Parallèlement, il conviendra de veiller à l'articulation du programme de travail du comité du label ISR avec tous les travaux qui pourraient porter sur la mesure d'impact, en particulier ceux qui seraient issus du rapport précité de l'*iiLab*.

**Proposition n° 12 : approfondir la mesure de la performance ESG en l'articulant plus clairement avec l'objectif extrafinancier poursuivi par le fonds et accompagner des travaux de place supplémentaires portant sur la mesure d'impact.**

---

<sup>63</sup> GIIN, *Annual impact investor survey 2020*, juin 2020.

<sup>64</sup> iiLab, *Création d'une instance de place sur l'investissement à impact*, juillet 2020.

<sup>65</sup> Diane-Laure Arjaliès, Pierre Chollet, Patricia Crifo, Nicolas Mottis, *Myths and Realities of Impact Assessment in Socially Responsible Investing: The French Case and its Implications for the Evaluation of Corporate Social Performance*, à paraître.

**S'agissant du périmètre du label, il est proposé de résoudre la question des fonds passifs, et également celle des fonds monétaire, à partir d'un label à niveaux (cf. annexe III).**

Les fonds gérés passivement ou de manière indicielle représentent une part croissante et désormais importante de l'encours labellisé (16,8 Md€ pour les fonds indiciels cotés, soit 8 % de l'encours total labellisé). Or, la labellisation des fonds passifs apparaît problématique au regard de la capacité de ces gestions à mettre en œuvre une démarche effective d'engagement actionnarial. La proposition de valeur de la gestion passive réside en partie dans des frais de gestion faibles ce qui obère la capacité du gérant à déployer les moyens d'analyse et de dialogue nécessaires. Surtout, la gestion passive exclut par définition l'investissement ou le désinvestissement discrétionnaire, ce qui obère la capacité du fonds à engager les émetteurs.

Pour autant, plusieurs arguments plaident pour une inclusion des fonds passifs dans le périmètre du label. En particulier, cette gestion est tout à fait compatible avec les exigences de sélectivité et le dynamisme de ces offres sur le marché de la gestion d'actifs incite à ne pas les laisser de côté. Aussi la mission recommande-t-elle d'intégrer la distinction entre fonds passifs et fonds actifs dans le barème d'un label à niveaux.

**Proposition n° 13 : confirmer la possibilité de labelliser des fonds passifs mais signifier à l'épargnant, par le biais d'un label à niveaux, qu'ils relèvent d'une approche ISR moins significative.**

Les fonds monétaires progressent également très rapidement, jusqu'à atteindre en juin 2020 un encours de 66,2 Md€, soit 31 % de l'encours total labellisé (cf. graphique 4). Or, la possibilité de déployer une démarche ISR exigeante sur cette classe d'actifs pose encore plus question qu'en matière de gestion passive. Les fonds monétaires se caractérisent par un accompagnement à court-terme des émetteurs, via des financements de trésorerie. Aussi une démarche ESG est-elle, dans ce domaine, limitée pour l'essentiel à une sélectivité, qui peut toutefois apparaître utile dans le contexte actuel d'abondance de liquidités. Dès lors, un label à niveaux pourrait offrir une solution équilibrée. Il s'agirait que son barème tienne compte de la classe d'actifs détenue par le fonds afin de rendre visible à l'épargnant la faible portée d'une démarche ISR appliquée à un fonds monétaire.

**Proposition n° 14 : maintenir la labellisation des fonds monétaires, sous réserve que leur niveau minimal de significativité apparaisse clairement dans le cadre d'un label à niveaux.**

**Enfin, un lien plus fort mériterait sans doute d'être fait entre ISR et financement de long terme des entreprises (cf. annexe III).** À ce stade, le lien entre ces deux notions est tout au plus implicite. En soi, le label ISR distingue des produits d'épargne financière, davantage orientés vers le financement des entreprises et moins liquides que les supports bancaires et assurantiels les plus répandus. L'engagement actionnarial, qui est au cœur des exigences du label, implique de fait, s'il est mis en œuvre de manière rigoureuse, une participation de long terme au sein des entreprises. Pourtant, la conception historique de l'investissement responsable repose davantage sur la durabilité des actifs détenus que sur la durabilité de la gestion elle-même.

Dans ce contexte, un lien plus explicite entre ISR et financement de long terme des entreprises apparaît cohérent pour beaucoup d'acteurs. Il laisse aussi envisager une meilleure contribution de l'ISR à la promotion d'une gestion à forte valeur ajoutée, en particulier sous une forme active et fondamentale. Concrètement, il pourrait s'agir de prévoir des exigences portant sur l'horizon d'investissement ou sur les classes d'actifs détenues : l'extension du label au champ du non-côté serait notamment à explorer à cet égard.

**Proposition n° 15 : afin d'orienter explicitement le label ISR vers un financement de long terme des entreprises, explorer la piste d'exigences nouvelles, portant sur le périmètre des actifs labellisés et l'horizon d'investissement des fonds.**

### 3.3. La gouvernance du label doit impérativement être réformée, à partir d'une implication recentrée de l'État, d'un comité resserré et de moyens propres

#### 3.3.1. L'implication de l'État via le ministère des finances apparaît à ce stade indispensable, mais elle devrait être recentrée autour du rôle de propriétaire et garant du label

Compte tenu du manque de structuration de la place de Paris en matière de finance durable, l'implication des pouvoirs publics - du reste très majoritairement souhaitée par les parties prenantes - apparaît indispensable (cf. annexe II). L'intervention des pouvoirs publics est légitime si un objectif de réallocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable est retenu. Leur impulsion et leur arbitrage peuvent en effet être nécessaires dans la mesure où un objectif d'orientation du marché est assigné au label.

Surtout, le contexte propre à la finance durable sur la place de Paris apparaît particulièrement peu propice au désengagement de l'État. *Finance for Tomorrow* (F4T) se positionne comme l'organisation de place centrale en matière de finance durable mais son inclusion dans la personnalité morale de Paris Europlace (PEP) l'expose à des critiques portant sur son indépendance. La place de Paris compte un grand nombre d'autres organisations actives sur les sujets de finance durable, qu'il s'agisse d'organismes de recherche (Novethic, I4CE, Institut Louis Bachelier, chaires rattachées à diverses universités et grandes écoles) ou d'instances de plaidoyer (FIR et ONG thématiques), mais aucune d'elles n'apparaît à même de fédérer les acteurs autour d'un label ISR dont elle assumerait la propriété.

Du reste, les parties prenantes du label ISR interrogées par la mission sont largement majoritaires pour appeler à un maintien de l'implication des pouvoirs publics. Pour les représentants des épargnants, l'État garantit l'indépendance du label vis-à-vis des intérêts économiques des sociétés de gestion. Pour ces dernières, le soutien public apporté au label est un gage de crédibilité et un argument déterminant auprès des épargnants.

**Seul le ministère des finances est à même d'assumer ce soutien public.** La mission a examiné en particulier deux scénarios de transfert, qu'elle recommande d'écarter :

- ◆ le scénario d'un transfert du label à l'AMF n'apparaît ni praticable ni souhaitable. Sur le fond, la mission rejoint la position de l'AMF considérant la gestion d'un label comme incompatible avec le devoir d'impartialité associé à la fonction de régulation. De surcroît, la clarification des objectifs du label proposée par la mission revient à remettre ce dispositif au service d'une volonté politique, qui ne saurait dès lors être tout à fait indépendante des priorités gouvernementales ;
- ◆ le transfert du label à un opérateur directement placé sous une tutelle ministérielle n'apparaît pas non plus réaliste. Seul l'Institut national de la consommation (INC) présente un métier rattachable à la gestion du label. Toutefois, il n'est pas un acteur majeur de la finance durable sur la place de Paris. Surtout, l'établissement fait déjà face à divers chantiers tenant à l'adaptation de ses missions au regard de l'évolution de ses moyens et des attentes des consommateurs. Le transfert du label ISR n'apparaît pas réalisable, au moins à court et moyen termes.

**Dans ce contexte, la mission recommande que l'intervention de l'État, via le ministère des finances, soit confirmée mais recentrée autour du rôle de propriétaire et de garant du label.** En l'absence de solutions alternatives satisfaisantes, l'État resterait propriétaire et garant du label mais son implication serait strictement limitée à cette double mission, afin de favoriser la mise en responsabilité des parties prenantes. Aussi le ministre des finances resterait-il seul compétent pour définir les documents cadres du label (référentiel et plan de contrôle et de surveillance) et instituer sa gouvernance. Toutefois, la DG Trésor ne serait plus chargée de l'animation de la gouvernance.

**Proposition n° 16 : recentrer l'implication de l'État autour du rôle de propriétaire et de garant du label et des tâches qui en découlent directement : la validation des documents cadre et l'institution et la nomination de la gouvernance.**

**3.3.2. La gestion du label devrait être confiée par l'État à un comité aux attributions élargies, à la composition resserrée et au formalisme renforcé**

Pour résorber la confusion des rôles, il est proposé de réduire la comitologie au seul comité du label, chargé à la fois de proposer ses évolutions, d'organiser sa promotion et de décider de son attribution (cf. annexe II). Le bilan du label démontre à la fois le besoin de clarification des rôles et responsabilités et, en même temps, l'importance des synergies qui existent entre les différentes missions. Aussi est-il recommandé de rompre avec la dualité entre comité du label et comité scientifique, un seul comité serait institué, qui pourrait inclure des personnalités académiques ou issues d'autres horizons. Ce comité disposerait d'une compétence générale de gestion du label, celle-ci impliquant, au-delà de la mission actuelle de proposition des évolutions du référentiel, deux missions nouvelles.

En premier lieu, il est recommandé de confier au comité la compétence formelle d'attribution du label. Le bilan du label ISR témoigne du risque de segmentation du label résultant de la séparation stricte entre la définition des exigences et leur mise en œuvre. Le parangonnage européen montre du reste qu'il s'agit d'une spécificité française. En comparaison, l'attribution de la compétence de labellisation au seul comité du label permet une plus grande homogénéité dans la mise en œuvre des exigences et aussi une conception plus réaliste de ces dernières. La labellisation par une instance plus légitime, ou en tout état de cause plus visible, permet également d'envisager une marge d'appréciation plus large laissée au labellisateur, des critères plus souples pour tenir compte de la diversité des fonds candidats.

Ainsi, il reviendrait au comité de décider de la labellisation sur la base du rapport d'audit, préparé par les organismes dits aujourd'hui de « certification » et dont les modalités de contrôle par le COFRAC devraient être nécessairement revues. Une telle option implique bien sûr d'attribuer au comité les moyens nécessaires à la préservation d'un examen rapide des candidatures. Plusieurs mesures permettraient de parer à un tel risque : en particulier la mobilisation des moyens propres du label pour préparer l'examen des rapports d'audit par le comité, l'instauration d'un cycle de labellisation pour concentrer les candidatures ainsi que l'ajustement de la profondeur de l'examen du rapport d'audit par le comité.

En second lieu, il est recommandé de confier également au comité le soin de définir le projet de promotion du label. La diffusion, auprès du consommateur, de la promesse qui lui est faite par le label est, dans les faits, difficilement séparable de la conception de cette promesse (la proposition des exigences) et de son contrôle (la labellisation). Cette perméabilité explique d'ailleurs les multiples demandes émises par les membres du comité du label d'une meilleure association aux enjeux de promotion. Aussi est-il proposé de consacrer la compétence du comité s'agissant de l'élaboration d'un plan de communication du label. Ce document aurait vocation à prévoir :

- ◆ les lignes directrices de la promotion du label sur une période donnée : messages clés, cibles prioritaires parmi les épargnants, supports de communication envisagés ;
- ◆ le cadre du recours à des prestataires externes ;
- ◆ un budget prévisionnel indicatif.

Les associations dites aujourd'hui « de promotion » devraient être spécifiquement consultées par le comité lors de l'élaboration du plan de communication.

**Proposition n° 17 : confier à un comité du label unique une triple compétence de proposition des évolutions du référentiel, de promotion et d'attribution du label.**

**Afin de concilier l'efficacité des travaux et l'association des parties prenantes, il est proposé d'instituer un comité resserré, procédant à partir de consultations ouvertes** (cf. annexe II). La logique de représentation des parties prenantes aboutit à une gouvernance pléthorique et ne saurait dès lors garantir la bonne combinaison des expertises et des convictions. Aussi est-il proposé d'instituer un comité de seulement quatre à six membres, choisis pour leurs compétences personnelles et chargés d'organiser l'association des parties prenantes par le biais de consultations ouvertes.

Une telle option implique pour l'État de porter une attention particulière au choix des membres du comité resserré, ceux-ci étant garants de la bonne consultation des parties prenantes. À cet égard, la mission recommande de veiller à l'impartialité des membres, y compris sur le plan des apparences. Les nominations vaudraient, comme aujourd'hui, *intuitu personae*. Les compétences personnelles et la capacité à asseoir la crédibilité du dispositif au sein de la place devront être les éléments déterminants du choix. Au-delà des compétences générales ayant trait à la finance durable, des compétences spécifiques devraient être apportées, au moins par un des membres, par exemple dans le domaine des placements immobiliers ou celui de la distribution de produits d'épargne au grand public. Sous ces contraintes, il pourrait être envisagé de rechercher ces personnalités qualifiées parmi d'anciens professionnels de l'industrie financière, dans le monde académique et au sein du mouvement associatif.

**Proposition n° 18 : resserrer la composition du comité du label autour de quatre à six membres chargés d'organiser la consultation ouverte des parties prenantes.**

**Pour crédibiliser le dispositif, il est indispensable de formaliser davantage le fonctionnement du comité.** (cf. annexe II). À ce titre, il est recommandé de :

- ◆ sécuriser les nominations des membres du comité en prévoyant qu'elles reposent sur une décision écrite du ministre, publiée sur le site internet du label ISR et mentionnant le début et le terme du mandat attribué. Des déclarations d'intérêt seraient publiées. Selon les résultats des consultations qui devront être conduites pour sélectionner les membres, le ministre pourra attribuer un mandat de président ou laisser au comité la faculté d'élire une présidence ;
- ◆ formaliser les processus de travail. La mission propose de définir un cycle périodique de revue des exigences du label, sans doute autour de trois ou quatre ans, avec une clause de revoyure à mi-parcours. La promotion devrait également reposer sur des plans de communication revus périodiquement. La labellisation pourrait s'organiser de manière cyclique, sur un rythme annuel. La fréquence des réunions et les échéances du comité devraient être déterminées en conséquence. Les modalités de recours à des expertises externes devraient aussi être encadrées en prévoyant la possibilité pour le comité de solliciter des prestataires de conseils ou des organismes académiques. Des règles de décision n'apparaissent pas prioritaires pour une instance de taille limitée qui aurait sans doute vocation à procéder par consensus. Une attention particulière doit toutefois être portée à la formalisation des procédures de consultation ouvertes : les périodes de consultation et les modalités d'examen des contributions devraient être précisées dans un document public ;
- ◆ garantir un fonctionnement transparent du comité. Il est proposé de publier sur le site internet les comptes-rendus des échanges au sein du comité, les documents sur la base desquels le comité conduit ses délibérations (notamment les contributions transmises dans le cadre des consultations ouvertes) et tous les documents produits par le comité (les propositions d'évolution des documents cadres du label, le plan de communication et les décisions de labellisation, le cas échéant motivées).

**Proposition n° 19 : formaliser le fonctionnement du comité resserré en prévoyant la publication de décisions de nominations écrites et d'un règlement intérieur rénové encadrant précisément les processus de travail et les règles de transparence.**

### 3.3.3. Il importe d'appuyer la gestion du label sur des moyens renforcés, financés par ses recettes propres

Quelques collaborateurs permanents sont indispensables pour soutenir le comité du label dans ses missions (cf. annexe II). Le bilan du label ISR ainsi que le parangonnage européen attestent du besoin de moyens spécifiquement dédiés à l'animation du label. Aussi est-il de proposé de créer une équipe d'animation du label, composée de quelques collaborateurs permanents, sans doute autour de un à trois. Les missions de cette équipe devraient concerner toutes les composantes de l'animation du label, en soutien du comité. Plus précisément, elle serait chargée de :

- ◆ assurer le secrétariat du comité du label, ce qui implique l'organisation logistique des réunions, l'établissement et la diffusion aux membres des ordres du jour et des comptes-rendus ;
- ◆ accompagner le travail de fond du comité du label en préparant l'examen des points à l'ordre du jour, le cas échéant en consolidant des éléments techniques ou de synthèse, en lien avec les membres du comité et les expertises extérieures auxquelles il pourrait faire appel ;
- ◆ incarner un point de contact pour les parties prenantes extérieures à la gouvernance. Une telle mission impliquerait en particulier de recueillir les demandes de précision des exigences du label et d'y répondre soit directement, soit après arbitrage du comité du label ;
- ◆ mettre en œuvre la promotion du label. Cette mission recouvrerait la déclinaison précise et la mise en œuvre du plan de communication ainsi que l'administration du site internet. Le pilotage de la relation contractuelle avec les prestataires constituerait une part également importante de cette mission.

**Le financement de cette équipe serait assuré par les contributions actuelles dont la nature et l'affectation devraient être revues, mais pas nécessairement le montant.** En 2019, les recettes encaissées s'élevaient à 460 K€, un niveau qui devrait être *a minima* égal à la fin de l'année 2020. Autour de la moitié de ces ressources devrait être dédiée au financement de l'animation du label. Aussi, il ne peut être contesté qu'une telle recommandation comporte des conséquences pour le financement de l'effort de communication. La mission considère toutefois que le besoin de moyens pérennes dédiés à l'animation du label l'emporte.

Dans cette perspective, il conviendrait de revoir l'organisation financière du label en consacrant la nature publique de ses ressources et en formalisant leur délégation à une structure associative. Au-delà du débat juridique, la mission considère que les recettes du label constituent, *de facto*, des droits d'usage de la marque « label ISR », elle-même partie intégrante du patrimoine immatériel de l'État. À ce titre, il est recommandé de consacrer, dans les documents-cadres du label, le principe et les modalités d'une contribution annuelle des fonds labellisés. Ces sommes seraient directement perçues par la structure de rattachement de l'équipe d'animation, sur la base d'une convention conclue entre elle et l'État.

### 3.3.4. Les moyens propres du label devraient être hébergés au sein d'une structure de place existante, sélectionnée sur la base d'un appel à candidatures

**Alors que l'organisation de la place de Paris en matière de finance durable se caractérise déjà par une multiplicité d'acteurs, la création d'une structure *ad hoc* supplémentaire n'est pas souhaitable.** Aussi est-il recommandé de rechercher le rattachement de ces moyens à une structure existante.

## Rapport

**Aucune personne publique ne semble à même d'héberger ces moyens renforcés**, certaines pour les mêmes raisons que celles qui incitent à ne pas leur transférer la propriété du label (AMF, INC). Le rattachement direct de ces moyens nouveaux à la DG Trésor - via le recrutement d'agents contractuels par exemple - n'apparaît pas non plus souhaitable au regard de l'objectif de mise en responsabilité des acteurs et de la difficulté à inscrire ces missions d'animation dans l'activité d'une administration centrale.

**Aussi la mission recommande-t-elle d'organiser un appel à candidatures afin de confier la gestion du label à une des associations de place spécialisées en matière de finance durable.** À ce stade, trois candidats potentiels peuvent être identifiés :

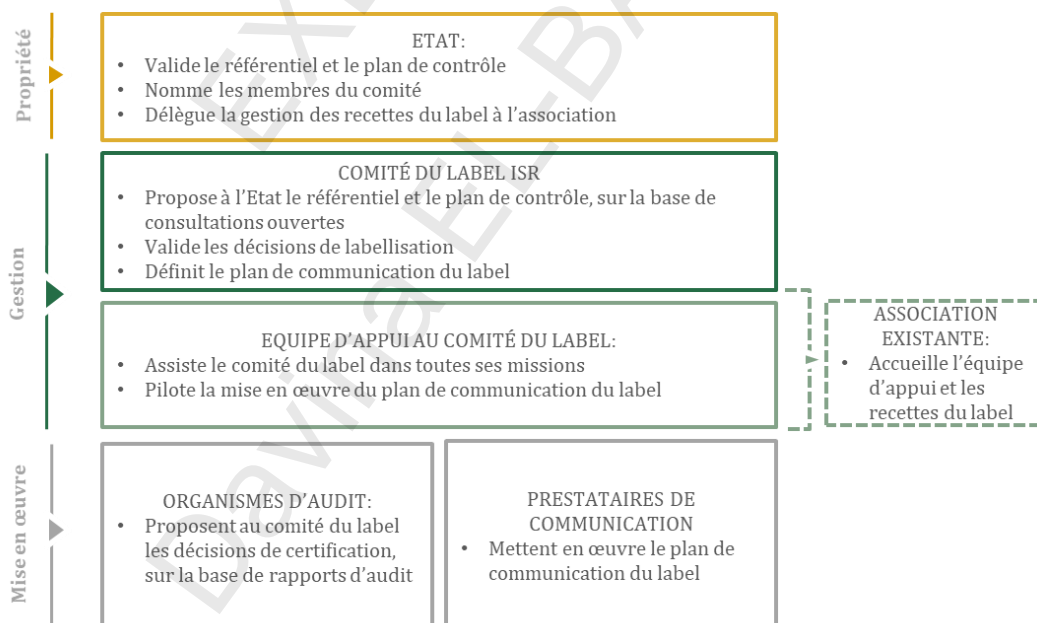
- ◆ F4T se positionne comme l'outil central des acteurs de place en matière de finance durable ;
- ◆ le FIR dispose d'une expertise et d'une capacité de mobilisation reconnues sur les sujets de finance durable ;
- ◆ Novethic dispose d'une expertise reconnue en matière de finance durable et spécifiquement de labellisation.

Le choix devrait être guidé par la volonté de maintenir un équilibre entre la capacité de l'organisme sélectionné à fédérer les acteurs de la place et sa crédibilité pour les consommateurs et les représentants de la société civile.

**Proposition n° 20 : dédier une part des recettes du label au financement d'une équipe constituée de quelques collaborateurs permanents et chargée de soutenir le comité ; organiser son rattachement à une structure de place existante, via la diffusion d'un appel à candidatures.**

**En définitive, le schéma de gouvernance proposé s'organiserait autour de l'État, propriétaire du label ainsi que d'un comité chargé de sa gestion et appuyé d'une équipe de permanents logée au sein d'une association de place existante (cf. figure 1).**

Figure 1 : Schéma d'organisation proposé du label ISR



Source : Mission.



### 3.3.5. Le cas échéant, une solution plus disruptive pourrait être envisagée sur le modèle de l'institut *Choose Paris* proposé par le rapport Holroyd

**Le maintien de la propriété étatique du label ISR n'est pas une nécessité en soi mais procède du constat de l'absence d'un acteur de place suffisamment indépendant et crédible pour assumer un tel rôle.** Un tel constat pourrait être remis en cause si une réforme de place ouvrait la voie à un nouvel acteur dont l'impartialité serait garantie à la fois par l'implication de l'État et par une large association des parties prenantes.

**Aussi la mission porte-t-elle un regard intéressé sur la proposition formulée par le député Alexandre Holroyd et visant à transférer la propriété et la gestion du label ISR à l'institut *Choose Paris*.** Aux termes de ce rapport<sup>66</sup>, cet organisme aurait vocation à rassembler F4T, les organismes de recherche et de plaidoyer (au sein d'un nouvel ensemble baptisé *Think Paris*) ainsi que les pépinières spécialisées (*Innov Paris*). Surtout, il serait co-présidé par le ministre de l'économie et des finances et le ministre de la transition écologique. Dès lors, si la gouvernance de l'Institut garantissait le rôle d'orientation stratégique de l'État et la bonne association des parties prenantes, alors aucun obstacle ne s'opposerait au transfert du label à cette nouvelle entité. Une telle solution offrirait même deux avantages :

- ◆ la gestion du label ISR par une organisation de place assumant un rôle central en matière de finance durable permettrait de mieux ancrer le label dans l'évolution du marché et de la recherche dans ce domaine. Une meilleure articulation serait également possible avec le label Greenfin dont le transfert de la gestion à l'institut *Choose Paris* est également recommandé par le député Holroyd ;
- ◆ la question du rattachement organique des moyens affectés à la gouvernance serait résolue, l'institut *Choose Paris* assumant à la fois la propriété et la gestion du label.

**L'analyse de la faisabilité et des modalités concrètes d'une telle réforme dépasse toutefois largement le cadre de la présente mission.** La capacité de l'État à fédérer les acteurs autour d'une initiative telle que *Choose Paris* reste à examiner. Dans ce contexte, la mission se borne à exprimer son intérêt pour la proposition du transfert du label ISR à l'institut *Choose Paris*, dans l'attente de son éventuelle précision et mise en œuvre.

### 3.4. Une feuille de route en quatre étapes permettrait de séquencer la mise en œuvre de ces recommandations, d'ici 2022

**La première étape doit être la clarification des exigences du référentiel actuel, sans préjudice de l'évolution du label.** Dès le début de l'année 2021, il reviendrait à la DG Trésor d'élaborer et de diffuser, en lien avec l'actuel comité du label ISR et les certificateurs, un guide de l'audit vidant les points d'incertitudes identifiées par la mission.

**Il reviendra ensuite au ministère chargé des finances d'arrêter, au premier semestre 2021, le nouveau cadre stratégique du label ISR.** Cette étape consiste, pour le propriétaire du label, à endosser les priorités stratégiques proposées par la mission ou à décider, le cas échéant, d'une autre direction. Dans ce cadre, il s'agira également de confirmer ou pas le maintien de l'implication de l'État. Concrètement, cette étape pourrait se solder par une lettre de mission, adressée par le ministre au futur comité du label et consacrant les priorités stratégiques du label ISR et en particulier la promesse qu'il se propose de faire à l'investisseur.

---

<sup>66</sup> Choisir une finance verte au service de l'Accord de Paris, Alexandre Holroyd, 2020.

## Rapport

**La troisième étape serait celle de la refonte de la gouvernance.** Celle-ci pourrait en réalité être lancée dès la confirmation du maintien de l'implication de l'État comme propriétaire du label. Elle aurait sans doute vocation à s'étaler *a minima* sur la première moitié et peut-être sur l'ensemble de l'année 2021. Il s'agirait en premier lieu de valider le dispositif proposé par la mission. Si tel était le cas, il conviendrait de mener ensuite un double appel à candidatures pour les futurs membres du comité et pour le rattachement des moyens affectés à la gestion du label. Le cadre financier du label devrait également être revu en prévoyant le principe d'une cotisation dans la prochaine version du référentiel et en concluant une convention de délégation des recettes avec l'association sélectionnée pour accueillir l'équipe de gestion du label. La modification du décret relatif au label ISR<sup>67</sup> et celle du plan de contrôle seraient également nécessaires pour entériner l'attribution au comité du label de la compétence de certification.

**Enfin, la dernière étape consisterait en l'élaboration du nouveau référentiel du label.** Il reviendrait à la gouvernance nouvellement instituée d'élaborer, à partir de consultations ouvertes, un nouveau référentiel. Sur la base des propositions formulées par la mission, ce document aurait vocation à traduire en exigences concrètes les objectifs stratégiques définis dans la lettre de mission du ministre. L'entrée en vigueur du nouveau référentiel pourrait intervenir dans le courant du premier semestre 2022.

---

<sup>67</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif à la création du label « Investissement socialement responsable ».

## CONCLUSION

Le label ISR se situe à un moment charnière de son développement. Après s'être rapidement et largement diffusé, il doit s'adapter à un marché qui a profondément évolué.

L'intégration ESG, si elle est comprise dans son acception minimale, limitée à la matérialité financière, se rapproche d'un standard de marché qu'il n'appartient pas à l'État d'accompagner ou de promouvoir.

Cette acception minimale n'apparaît toutefois pas dominante, alors que l'investissement durable se déplace vers la recherche d'une matérialité extrafinancière, à savoir l'offre d'une contribution positive à la résolution des défis environnementaux et sociaux. Cette évolution fait écho à celle de la réglementation financière qui, au niveau européen, s'engage aussi résolument en faveur d'une finance durable. Elle correspond du reste aux attentes des épargnants qui sont plus nombreux à souhaiter donner du sens à leurs placements.

En l'état, le label ISR est mal équipé pour s'adapter à cet environnement nouveau. Sa gouvernance n'a pas fait la preuve de son efficacité. Elle n'a pas été en mesure de clarifier et de garantir la promesse que le label fait à l'épargnant.

Aussi une réforme d'ampleur du dispositif apparaît-elle nécessaire, sans abandonner les éléments qui ont fait le succès quantitatif du label. Sur un plan stratégique, il convient d'abord de replacer cet outil au service d'un objectif simple, celui d'une réallocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable. Sur cette base, il conviendra d'instituer une gouvernance renforcée, seule à même de décliner précisément et de manière consensuelle les exigences nouvelles qui devront assurer, pour les années à venir, la crédibilité et la pertinence du label ISR.

## Rapport

À Paris, le 8 décembre 2020,

L'inspecteur des finances,



Sébastien Piednoir

Avec la participation de  
l'assistante de mission,



Élise Mekkaoui

Sous la supervision de  
l'inspecteur général des finances,



Jean-Philippe de Saint-Martin

## SYNTHESE DES PROPOSITIONS

**Proposition n° 1 :** le label ISR doit promettre plus explicitement et plus effectivement à l'investisseur que son placement contribue au financement d'un modèle économique durable.

**Proposition n° 2 :** le label ISR doit s'adresser en priorité à l'épargnant particulier, avec un message simple et concret.

**Proposition n° 3 :** maintenir l'approche généraliste ESG du label ISR et l'ériger en socle du label *Greenfin* et le cas échéant des labels *Finansol*, CIES et Relance.

**Proposition n° 4 :** maintenir l'approche inclusive du label ISR tout en veillant à sa distinction vis-à-vis du standard de l'AMF et en autorisant la mise en valeur des meilleures performances via l'introduction d'un « *label à niveaux* ».

**Proposition n° 5 :** inscrire le label ISR dans une perspective européenne réaliste en garantissant son articulation avec le droit de l'Union et en instituant un forum informel d'échange entre labels européens.

**Proposition n° 6 :** établir dès le début de l'année 2021 un guide de l'audit susceptible de résorber les difficultés d'interprétation du référentiel.

**Proposition n° 7 :** reporter au début ou au milieu de l'année 2022 la refonte du référentiel du label.

**Proposition n° 8 :** ajouter aux critères du label un socle minimal d'exclusions recouvrant les violations du Pacte Mondial, les armes non-conventionnelles, le tabac, les activités liées à la déforestation, l'extraction et la production de charbon et de fossiles non-conventionnels ainsi que la production de chaleur et d'électricité incompatible avec un scénario 2°.

**Proposition n° 9 :** limiter les critères tenant à la construction du portefeuille à une exigence principale de significativité et de matérialité extrafinancière et prévoir dans ce cadre l'alignement du référentiel du label avec la taxonomie européenne.

**Proposition n° 10 :** renforcer la transparence en publiant sur le site du label des fiches synthétiques portant sur chacun des produits labellisés.

**Proposition n° 11 :** en matière d'engagement actionnarial, privilégier une meilleure information de l'épargnant sur les démarches mises en œuvre par la société de gestion et leur contribution concrète au regard des objectifs extrafinanciers du fonds.

**Proposition n° 12 :** approfondir la mesure de la performance ESG en l'articulant plus clairement avec l'objectif extrafinancier poursuivi par le fonds et accompagner des travaux de place supplémentaires portant sur la mesure d'impact.

**Proposition n° 13 :** confirmer la possibilité de labelliser des fonds passifs mais signifier à l'épargnant, par le biais d'un label à niveaux, qu'ils relèvent d'une approche ISR moins significative.

**Proposition n° 14 :** maintenir la labellisation des fonds monétaires, sous réserve que leur niveau minimal de significativité apparaisse clairement dans le cadre d'un label à niveaux.

**Proposition n° 15 :** afin d'orienter explicitement le label ISR vers un financement de long terme des entreprises, explorer la piste d'exigences nouvelles, portant sur le périmètre des actifs labellisés et l'horizon d'investissement des fonds.

**Proposition n° 16 :** recentrer l'implication de l'État autour du rôle de propriétaire et de garant du label et des tâches qui en découlent directement : la validation des documents cadre et l'institution et la nomination de la gouvernance.

**Proposition n° 17 :** confier à un comité du label unique une triple compétence de proposition des évolutions du référentiel, de promotion et d'attribution du label.

## Rapport

**Proposition n° 18 : resserrer la composition du comité du label autour de quatre à six membres chargés d'organiser la consultation ouverte des parties prenantes.**

**Proposition n° 19 : formaliser le fonctionnement du comité resserré en prévoyant la publication de décisions de nominations écrites et d'un règlement intérieur rénové encadrant précisément les processus de travail et les règles de transparence.**

**Proposition n° 20 : dédier une part des recettes du label au financement d'une équipe constituée de quelques collaborateurs permanents et chargée de soutenir le comité ; organiser son rattachement à une structure de place existante, *via* la diffusion d'un appel à candidatures.**

CONFIDENTIEL  
EXEMPLAIRE  
Davina EL-BAZE

**ANNEXES ET PIERCE JOINTE**





# **LISTE DES ANNEXES ET DE LA PIÈCE JOINTE**

<b>ANNEXE I :</b>	<b>LES OBJECTIFS DU LABEL « INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE » (ISR)</b>
<b>ANNEXE II :</b>	<b>LA GOUVERNANCE DU LABEL « INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE » (ISR)</b>
<b>ANNEXE III :</b>	<b>LES EXIGENCES DU LABEL « INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE » (ISR)</b>
<b>ANNEXE IV :</b>	<b>PANORAMA DES LABELS DE FINANCE RESPONSABLE EN EUROPE</b>
<b>ANNEXE V :</b>	<b>LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES</b>
<b>PIÈCE JOINTE :</b>	<b>LETTRE DE MISSION</b>



**ANNEXE I**

**Les objectifs du label « Investissement socialement responsable » (ISR)**



# SOMMAIRE

<b>1. POUR RAPPEL, UN LABEL VISE À RÉSOUDRE UNE ASYMÉTRIE D'INFORMATION EN PERMETTANT LA RENCONTRE DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE À UN NIVEAU DE QUALITÉ DÉFINI.....</b>	<b>1</b>
1.1. Le bon fonctionnement d'un marché, notamment celui des placements durables, peut être affecté par une information imparfaite .....	1
1.2. Pour résoudre cette difficulté, un label garantit au demandeur la conformité de l'offre à un niveau de qualité défini .....	1
<b>2. DEPUIS SA CRÉATION, LE LABEL ISR PÂTIT D'UNE CONFUSION AUTOUR DE SES OBJECTIFS .....</b>	<b>3</b>
2.1. Certes, l'approche généraliste et large du label a été définie dès l'origine et elle n'apparaît pas majoritairement contestée aujourd'hui .....	3
2.1.1. <i>Le label ISR a fait le choix d'une approche généraliste ESG .....</i>	<i>3</i>
2.1.2. <i>Une approche large visant la création d'un standard de marché est majoritairement préférée à une approche élitiste .....</i>	<i>4</i>
2.2. Le cadre stratégique du label reste toutefois insuffisamment clair .....	5
2.2.1. <i>Une confusion quant à l'objectif de politique publique poursuivi brouille la promesse faite par le label aux investisseurs .....</i>	<i>5</i>
2.2.2. <i>La cible du label n'a pas été clairement définie, entre investisseurs professionnels et particuliers .....</i>	<i>8</i>
2.2.3. <i>Le périmètre de diffusion visé par le label est incertain, entre démarche de place et aspirations européennes .....</i>	<i>8</i>
<b>3. UN RECENTRAGE STRATÉGIQUE DU LABEL ISR APPARAÎT NÉCESSAIRE, SUR LA BASE D'UNE AMBITION POLITIQUE CLAIRE .....</b>	<b>10</b>
3.1. Le label doit s'adresser en priorité à l'épargnant particulier .....	10
3.1.1. <i>L'asymétrie d'information concerne l'épargnant particulier .....</i>	<i>10</i>
3.1.2. <i>L'épargnant particulier a besoin d'un message simple et concret .....</i>	<i>11</i>
3.2. Seul un objectif de réallocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable peut justifier l'intervention de l'Etat .....	12
3.2.1. <i>L'harmonisation et la promotion des pratiques de l'industrie doivent être laissées aux acteurs de marché, aujourd'hui mieux encadrés par la réglementation .....</i>	<i>12</i>
3.2.2. <i>La simple intégration du risque ESG ne nécessite sans doute pas un label .....</i>	<i>13</i>
3.2.3. <i>Avec le label ISR, l'État doit viser à susciter une gestion durable, dont il lui appartient de préciser les contours .....</i>	<i>14</i>
3.3. L'approche généraliste ESG et inclusive du label doit être confortée .....	15
3.3.1. <i>L'approche généraliste ESG reste justifiée mais elle implique une meilleure articulation avec les labels thématiques .....</i>	<i>15</i>
3.3.2. <i>L'approche inclusive reste également justifiée, sous réserve d'une meilleure articulation avec la doctrine de l'AMF et d'une mise en valeur des meilleures performances .....</i>	<i>17</i>

3.4. Il convient d'affirmer une ambition européenne.....	18
3.4.1. <i>Le passage de la labellisation ISR à l'échelle européenne est souhaitable mais lointain</i> .....	18
3.4.2. <i>Dans l'intervalle, il faut viser, pour le label ISR, un statut de référence en Europe</i> .....	19
<b>SYNTHESE DES PROPOSITIONS</b> .....	<b>21</b>

CONFIDENTIEL  
EXEMPLAIRE  
Davina EL-BAZE

## 1. Pour rappel, un label vise à résoudre une asymétrie d'information en permettant la rencontre de l'offre et de la demande à un niveau de qualité défini

### 1.1. Le bon fonctionnement d'un marché, notamment celui des placements durables, peut être affecté par une information imparfaite

**L'information imparfaite sur la qualité d'un bien ou d'un service obère le bon fonctionnement du marché.** Dans leur décision d'achats, les consommateurs peuvent faire face à un niveau élevé d'incertitude quant aux caractéristiques du bien ou service qu'ils acquièrent<sup>1</sup>. En particulier, l'économie de la qualité<sup>2</sup> identifie des caractéristiques dites « *de confiance* » qui ne peuvent pas, à un coût raisonnable, être directement évaluées par le consommateur, ni avant ni après l'achat : c'est le cas par exemple de la valeur nutritionnelle d'un aliment ou du respect de certaines normes de production non-liées au produit lui-même, telles que les règles de commerce équitable.

Par un phénomène dit d'antisélection<sup>3</sup>, l'absence d'une information précise et certaine réduit l'offre de qualité supérieure. Les consommateurs ne sont pas prêts à payer des prix élevés quand le risque d'obtenir des produits de basse qualité est trop fort. Les offreurs proposant des produits de haute qualité se retirent dès lors du marché. À l'extrême, cette situation peut aboutir à l'attrition totale des transactions.

**Les produits de placement durables sont particulièrement susceptibles de se heurter à cette défaillance de marché.** La durabilité d'un placement fait référence à un ensemble de pratiques financières complexes et mal comprises par la majorité des épargnants. Les conséquences concrètes de ces pratiques ne sont pas aisément perceptibles. Finalement, la différenciation de ces produits repose pour une large part sur des caractéristiques de confiance, ayant trait à des pratiques de gestion qu'il est délicat de certifier auprès de l'épargnant.

### 1.2. Pour résoudre cette difficulté, un label garantit au demandeur la conformité de l'offre à un niveau de qualité défini

**Un label permet de dissiper l'imperfection de l'information en attestant du niveau de qualité du produit.** Le labellisateur est un tiers de confiance. Son intervention permet de rétablir l'échange entre les deux faces du marché, en garantissant la conformité du produit à un niveau de qualité précisément défini et bien compris par le consommateur. Il est à noter que le label ne rétablit pas la transparence de l'information pour tous les niveaux de qualité mais uniquement pour le standard auquel il se réfère. Ainsi, il ne permet pas de rétablir une différenciation verticale entre les produits mais il rend possibles les transactions à un niveau de qualité spécifique.

---

<sup>1</sup> Arrow, Kenneth J. "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care." *The American Economic Review*, vol. 53, no. 5, 1963, pp. 941-973.

<sup>2</sup> Bénédicte Coestier et Stéphane Marette, *Economie de la qualité*, Editions La Découverte, 2004.

<sup>3</sup> Akerlof, George A. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3, 1970, pp. 488-500.

**Il revient au labellisateur de définir le niveau de qualité qu'il entend certifier, sous deux contraintes :**

- ◆ le niveau de qualité doit répondre aux attentes des consommateurs : le label doit attester de la cohérence du produit avec les préférences des consommateurs, sans quoi les produits labellisés ne feraient l'objet d'aucune demande. Ainsi, un label portant sur des produits de placements responsables doit prévoir des exigences cohérentes avec les attentes que les investisseurs placent dans de tels produits ;
- ◆ le niveau de qualité défini par le label doit également tenir compte des capacités des producteurs : les exigences doivent être atteignables, sans quoi aucun produit labellisé ne pourrait être proposé sur le marché. Dans le cas des produits de placements durables, cette contrainte s'illustre notamment lorsque la satisfaction de certains critères se heurte à un défaut de profondeur des marchés ou au manque de données extrafinancières disponibles.

**Dans le respect de ces deux contraintes, le labellisateur dispose d'une marge d'appréciation qu'il peut utiliser pour orienter le marché selon ses priorités propres.** Dans la mesure où la crédibilité aux yeux des consommateurs et la faisabilité pour les producteurs sont garanties, le labellisateur peut décider des caractéristiques des produits qu'il entend promouvoir. S'agissant d'un label portant sur des placements durables, un labellisateur peut ainsi orienter le standard de qualité pour l'aligner avec les objectifs qu'il poursuit en matière de transformation du système financier ou de transition vers un modèle économique soutenable.

**Après avoir été défini, le niveau de qualité doit être garanti, de façon claire et crédible pour le consommateur.** Cela implique :

- ◆ un signal clair, bien compris par tous. Le label doit d'abord être largement connu. Il importe également que la promesse de qualité qu'il formule soit bien comprise. À ce titre, il convient de veiller à la simplicité des exigences du label. Il est aussi nécessaire de limiter le bruit qui peut venir perturber le signal transmis par le label, par exemple si son appellation est galvaudée ou si d'autres labels lui font concurrence ;
- ◆ des capacités de contrôle crédibles. Il revient au labellisateur de contrôler la conformité des produits labellisés au cahier des charges du label. L'effectivité de ces mécanismes de contrôles doit pouvoir être démontrée aux consommateurs. En tant que tiers de confiance sur le marché, le labellisateur doit veiller à préserver la réputation de son dispositif, en prévenant toute divergence entre la promesse qui est faite aux consommateurs et les caractéristiques réelles des produits labellisés.



## 2. Depuis sa création, le label ISR pâtit d'une confusion autour de ses objectifs

### 2.1. Certes, l'approche généraliste et large du label a été définie dès l'origine et elle n'apparaît pas majoritairement contestée aujourd'hui

#### 2.1.1. Le label ISR a fait le choix d'une approche généraliste ESG

**Le label ISR relève d'une approche généraliste ou multidimensionnelle, reposant à la fois sur les piliers environnemental, social et de gouvernance (ESG).** Le premier critère de labellisation fait ainsi obligation au fonds candidat de déclarer des objectifs précis dans chacun des trois domaines<sup>4</sup> tandis que le décret de création du label<sup>5</sup> faisait déjà référence à l' « *impact social et environnemental des placements labellisés* ».

Concrètement, il est attendu du gérant qu'il analyse les entreprises de son univers investissable au regard de leur triple performance :

- ◆ environnementale (e.g. émissions de gaz à effet de serre, gestion des déchets, consommation d'eau, impact sur la biodiversité etc.) ;
- ◆ sociale (e.g. taux d'absentéisme, proportion d'administrateurs salariés, ratio d'équité au sein de l'entreprise, bilan en matière d'emploi etc.), ce pilier pouvant le cas échéant être étendu à des considérations liées au respect des droits de l'homme ;
- ◆ de gouvernance (e.g. modalités de rémunération variable des dirigeants, proportion d'administrateurs indépendants, dissociation des fonctions de directeur général et de président etc.).

Ce choix s'inscrit dans le sillage de l'approche duale, à la fois environnementale et sociale, retenue par les Nations-Unies pour définir le développement durable<sup>6</sup>. S'agissant spécifiquement du domaine financier, le triptyque ESG a également été promu par les principes de l'investissement responsable (*Principles for Responsible Investments - PRI*). Cette initiative, lancée par les Nations-Unies en 2006, encourage à travers six principes la prise en compte des questions ESG dans les pratiques des investisseurs institutionnels. En France, le label créé par l'association Novethic en 2009 et clôt à partir de 2015 suite au lancement du label ISR, prévoyait également que « *les émetteurs de titres composant le fonds [fassent] l'objet d'une analyse portant à la fois sur leurs enjeux environnementaux et sociaux et de gouvernance* »<sup>7</sup>.

**Dans le contexte du lancement du label, une approche généraliste s'expliquait également car des labels thématiques existaient par ailleurs.** Quand bien même aucune articulation explicite n'existe, le positionnement du label ISR n'est pas indépendant de celui des labels *Greenfin* et *Finansol*.

Le label *Finansol* a été créé en 1997, sous une forme associative et sans intervention de l'État, afin de distinguer spécifiquement les produits d'épargne solidaire. Aussi le référentiel du label<sup>8</sup> prévoit-il un critère dit de « *solidarité* » qui impose de dédier une part de l'encours ou des revenus du fonds au financement d'activités solidaires. Hors actifs solidaires, un socle d'intégration ESG est également demandé mais, globalement, le pilier social est bien priorisé.

<sup>4</sup> Première version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 janvier 2016.

<sup>5</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au « label investissement socialement responsables », article 1.

<sup>6</sup> Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement, juin 1992.

<sup>7</sup> Règlement du Label ISR Novethic, 2015, « Critère n°1 Prise en compte de l'analyse Environnementale, Sociale et de Gouvernance (ESG) ».

<sup>8</sup> Référentiel du label Finansol, version du 2 juillet 2020.

## Annexe I

L'élaboration du label ISR s'est déroulée parallèlement à celle du label Transition Énergétique et Écologique pour le Climat (TEEC – aujourd'hui *Greenfin*), les deux décrets de création de ces dispositifs intervenant à quelques semaines d'intervalle<sup>9</sup>. Le label *Greenfin*, administré par le ministère de la transition écologique (MTE), retient une approche thématique, centrée sur l'environnement et en particulier le climat. Il est attendu des fonds labellisés une « *contribution directe ou indirecte au financement de la transition énergétique et écologique* »<sup>10</sup>. Certes, les fonds doivent également intégrer à leurs processus de gestion une veille active des controverses en matière ESG mais l'accent est mis sur le pilier environnemental.

### 2.1.2. Une approche large visant la création d'un standard de marché est majoritairement préférée à une approche élitiste

**Depuis sa création, le label ISR met en œuvre une approche large ou inclusive afin de ne pas limiter l'encours labellisé à une niche.**

Certes, aucun des documents fondateurs du label ne consacre explicitement un tel objectif, par exemple en définissant une cible en matière de pénétration du marché de l'épargne. En cela, le label ISR se distingue d'autres labels européens, tels que le label belge *Towards Sustainability* qui affiche une ambition de s'étendre « *au-delà d'une niche vers les produits et services financiers classiques [mainstream]* »<sup>11</sup> ou le label autrichien *Umweltzeichen* qui vise au contraire à distinguer uniquement les meilleurs acteurs de l'investissement responsable (environ 10 à 20 % du marché de l'ISR<sup>12</sup>).

Toutefois, en pratique, l'ensemble des caractéristiques du label ISR atteste d'une démarche inclusive, guidée par la recherche d'un consensus le plus large possible entre les acteurs de la place. Le choix d'un label fondé sur les processus de gestion et non pas sur le contenu des portefeuilles (cf. annexe III) vise à autoriser une grande diversité de stratégies ESG. La communication de l'État, propriétaire du label, insiste aussi sur son appropriation large par les acteurs de place, marquée par la croissance de l'encours et du nombre de fonds labellisés<sup>13</sup>.

**Les consultations menées par la mission attestent dans l'ensemble d'un consensus persistant en faveur de cette approche inclusive.** L'ambition de cibler une part large du marché de la gestion d'actifs est globalement partagée. La différenciation par rapport au label *Greenfin* est souvent mentionnée, celui-ci privilégiant, en plus d'une approche thématique, un niveau d'exigence élevé et de ce fait exclusif. Le besoin d'un label accessible, proposant aux investisseurs un standard de marché, est largement rappelé. Cela étant, ce consensus n'empêche pas certaines divergences quant à ce que signifie précisément une part large du marché et quant au niveau d'exigence qui peut en découler.

---

<sup>9</sup> Décret n° 2015-1615 du 10 décembre 2015 relatif au label « Transition énergétique et écologique pour le climat » et décret du 8 janvier 2016 précité pour le label ISR.

<sup>10</sup> Code de l'environnement, art. D. 128-2.

<sup>11</sup> Febelfin, *A quality Standard for sustainable and socially responsible financial products*, final text, February 2019

<sup>12</sup> Entretien conduit par la mission avec les administrateurs du label.

<sup>13</sup> Communiquée de presse du ministre de l'économie des finances et de la relance, juillet 2020 : « *Bruno Le Maire se félicite de l'appropriation par la Place du label Investissement Socialement Responsable (ISR) qui représente plus de 150 Md€ d'actifs sous gestion* ».

## 2.2. Le cadre stratégique du label reste toutefois insuffisamment clair

### 2.2.1. Une confusion quant à l'objectif de politique publique poursuivi brouille la promesse faite par le label aux investisseurs

#### 2.2.1.1. La simple promotion des pratiques de l'industrie a pu orienter le label

**Une première conception tend à assigner au label ISR un objectif de promotion des pratiques de l'industrie, le cas échéant préparée par une harmonisation minimale.** Dans ce cadre, le label vise à rendre visible et crédible pour les consommateurs un standard de qualité qui soit le plus proche possible des pratiques actuelles des gérants. Le label sert ainsi un but de soutien au marché de la gestion durable sans prétendre en orienter le contenu.

Dans un tel cas, l'harmonisation des pratiques est limitée au minimum nécessaire à la cohésion entre les sociétés de gestion participantes et à la crédibilité du label pour les épargnants. Une grande diversité d'approche peut être permise, l'accord des parties prenantes quant au but visé par l'investissement socialement responsable n'étant pas requis. Aussi les fonds labellisés peuvent-ils déployer des stratégies ESG différentes selon qu'elles visent par exemple un impact extrafinancier ou seulement une optimisation de la performance financière à long terme via l'intégration ESG.

**Certaines caractéristiques du label et les consultations menées par la mission attestent de la diffusion d'une telle conception.** La conception sous-jacente de l'investissement socialement responsable n'est pas définie dans le référentiel. Avant la refonte du pilier VI intervenue en juillet 2020, aucune exigence ne concernait la démonstration d'une surperformance ESG mesurée à partir d'indicateurs concrets de durabilité.

#### 2.2.1.2. Un objectif de transformation du système financier émerge sans être précisément défini

**Une autre conception insiste au contraire sur la transformation du système financier que doit viser label ISR.** Dans un tel cadre, le label n'a pas pour but de promouvoir les pratiques existantes mais davantage de les aligner avec un objectif de transformation du système financier. Cette conception d'un label visant à orienter le marché - certes sous la double contrainte des attentes des épargnants et des capacités des gérants mais également selon ses priorités propres - est largement partagée parmi les parties prenantes.

**Toutefois, cet objectif de transformation n'est pas compris par tous de la même manière.** En effet, cette conception peut recouvrir deux finalités différentes, parmi lesquels le label ISR ne choisit pas non plus clairement :

- ◆ la résilience du système financier en favorisant l'intégration des risques ESG ;
- ◆ l'utilité du système financier en favorisant sa contribution à un modèle économique durable.

## Annexe I

Plusieurs éléments du label suggèrent un objectif de financement d'un modèle économique durable :

- ◆ le décret de création du label ISR<sup>14</sup> dispose que ce dispositif vise à distinguer « *un placement qui concilie performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité* » ;
- ◆ le règlement d'usage de la marque associée au label<sup>15</sup> énonce que « *l'ambition essentielle du label ISR soutenu par les pouvoirs publics est de distinguer des fonds d'investissement investis dans des émetteurs dont la stratégie et les pratiques de gestion répondent aux enjeux d'un développement durable* » ;
- ◆ sur le fond, la seconde version du référentiel a introduit en juillet 2020 l'obligation pour les fonds de démontrer la performance de leur gestion au regard d'indicateurs concrets liés au développement durable<sup>16</sup>.

Pourtant d'autres caractéristiques du label entretiennent l'ambiguïté. Le premier critère du référentiel impose au candidat de préciser s'il a des « *objectifs de nature financière (surplus de performance à moyen terme, réduction du risque, ou arbitrage rentabilité / risque, etc.) ou autres (éthiques, etc.) liés à la prise en compte des critères ESG* ». L'absence de règles relatives au contenu des notations ESG autorise aussi bien les approches fondées sur la gestion du risque financier émanant des facteurs ESG que celles visant un impact extrafinancier. Surtout l'absence d'exclusion ne permet pas de garantir que les émetteurs les moins vertueux ne soient pas détenus dans le portefeuille.

**S'il devait être explicitement privilégié, un objectif de contribution à un modèle économique durable nécessiterait également un effort de précision.**

En premier lieu, un tel objectif implique de s'accorder sur les caractéristiques d'un système financier contribuant à un modèle économique durable. Les activités relevant d'un tel modèle économique doivent être définies. La question de la transition se pose aussi, entre le financement d'activités durables ou l'accompagnement de la transformation des activités non-durables.

En deuxième lieu, dans le contexte actuel de taux bas et d'abondance de capital, l'utilité concrète de flécher les flux financiers vers les activités durables peut également poser question. Il n'est pas garanti qu'une telle démarche modifie effectivement les conditions de financement des acteurs contribuant à un modèle économique durable.

Enfin, la poursuite d'un objectif extrafinancier tel que la contribution à un modèle économique durable pose question au regard de la responsabilité fiduciaire des gérants. Il ne s'agit certes pas d'opposer recherche d'impact et recherche de performance économique, un consensus académique robuste concluant désormais à la matérialité financière des enjeux ESG<sup>17</sup>. La prise en compte des risques financiers émanant de facteurs ESG fait également partie intégrante de la responsabilité fiduciaire dans la plupart des pays<sup>18</sup>. Toutefois, la poursuite d'un objectif extrafinancier pour lui-même peut admettre des contreparties financières qui doivent être *a minima* expliquées à l'investisseur.

---

<sup>14</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au « label investissement socialement responsables », article 1.

<sup>15</sup> Règlement d'usage de la marque communautaire « label investissement socialement responsable » (n° 014756291), version 1.0 du 22/12/2015, approuvée par le ministre des finances et des comptes publics.

<sup>16</sup> Deuxième version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 juillet 2020, pilier VI.

<sup>17</sup> PRI et UNEP FI, *Fiduciary duty in the 21st century final report*, 2020.

<sup>18</sup> Ibid.

### 2.2.1.3. *La promesse faite à l'investisseur reste ainsi incertaine, au risque de générer des malentendus*

Dans ce contexte d'incertitude quant à l'objectif de politique publique poursuivi, le signal véhiculé par le label peut-être brouillé. Concrètement, la communication publique autour du label ISR encourage les épargnants à choisir des produits labellisés afin de « participer à une économie plus durable »<sup>19</sup>. Il est précisé que les fonds labellisés sont affectés au financement des « entreprises les plus responsables »<sup>20</sup>. Or, le contenu même de ces notions n'est pas précisé, ni sur le site internet ni dans le référentiel qui, compte tenu de l'absence d'exclusions et de règles relatives à la notation, n'encadre pas les modalités d'évaluation de la « responsabilité » ou de la « durabilité » des émetteurs.

**Cette situation est de nature à occasionner des malentendus et expose le label et ses parties prenantes à un risque de réputation.** Une promesse imprécise peut apparaître à l'épargnant comme une promesse non-tenue.

Dans une étude publiée le 22 octobre 2020<sup>21</sup>, l'association *Reclaim Finance* dénonce ainsi le défaut de garanties apportées par le label ISR s'agissant de l'impact environnemental et social des fonds labellisés. À partir d'une liste certes extensive de 598 entreprises « identifiées comme étant porteuses de risques sociaux, humains, environnementaux ou climatiques majeurs », l'étude conclut que « sur les 36 fonds labellisés ISR étudiés, seulement deux ne contiennent aucune entreprise listée. Ainsi 94% des fonds labellisés ISR contribuent à financer des entreprises sélectionnées, une proportion strictement identique à celle des fonds non labellisés lorsque sont exclus les fonds qui ne peuvent contenir ces entreprises par nature » [e.g. fonds immobilier ou de dette souveraine].

Aussi, selon l'autorité des marchés financiers (AMF)<sup>22</sup>, en septembre 2019, 61% des répondants faisaient « moyennement ou pas du tout confiance aux labels »<sup>23</sup>, même si les taux de confiance étaient plus élevés pour les détenteurs déclarés de produits labellisés (18 %). Cette défiance des épargnants n'est pas une fatalité : en dehors du domaine financier, l'Ecolabel de l'Union européenne bénéficie, selon la même étude, d'un taux de confiance de 95 % parmi les 57 % de Français qui le connaissent.

**L'articulation d'une promesse claire et simple à l'épargnant, fondée sur un objectif de politique publique assumé, apparaît dès lors indispensable.** À titre de comparaison, le label scandinave *Nordic Swan* énonce explicitement un objectif de contribution à un modèle économique durable, celui-ci étant défini à partir des objectifs du développement durable (ODD) énoncés par les Nations-Unies à horizon 2030<sup>24</sup>.

---

<sup>19</sup> Présentation du label ISR sur son site internet : [www.lelabelisr.fr/quest-ce-que-isr/](http://www.lelabelisr.fr/quest-ce-que-isr/)

<sup>20</sup> Ibid.

<sup>21</sup> Reclaim Finance, *Epargne : nos économies au service du chaos social et climatique*, octobre 2020.

<sup>22</sup> AMF, *La lettre de l'observatoire de l'épargne*, n° 35, septembre 2019.

<sup>23</sup> Données agrégées pour les labels ISR et Greenfin.

<sup>24</sup> Nordic Ecolabelling, *About Nordic Swan Ecolabelled Investment Funds and Investment Products : background document 1.3*, mai 2020: "The objective of Nordic Swan Ecolabelled investment funds is to support investors in the Nordic countries who, in addition to earning returns, want their invested capital to work towards the achievement of the 2030 Agenda for Sustainable Development".

### 2.2.2. La cible du label n'a pas été clairement définie, entre investisseurs professionnels et particuliers

**Le label ISR s'adresse à la fois aux investisseurs professionnels et aux épargnants particuliers.** Le destinataire du signal transmis par le label n'a pas été précisément identifié. La communication publique autour du label insiste sur l'objectif de « rendre plus visibles les produits d'investissement socialement responsables (ISR) pour les épargnants »<sup>25</sup>. Toutefois les produits labellisés peuvent être directement souscrits par ces derniers ou au contraire par des investisseurs professionnels ou institutionnels. Surtout la seconde version du référentiel<sup>26</sup> ouvre la labellisation aux mandats de gestion.

**Or le choix de la cible du label est primordial, les attentes des investisseurs professionnels et particuliers pouvant être différentes.** Certes, même les investisseurs professionnels et institutionnels gèrent des encours détenus *in fine* par des épargnants particuliers. Toutefois, le degré d'intermédiation n'est pas neutre. Selon les consultations menées par la mission, les professionnels et notamment les institutionnels recherchent surtout dans le label une réassurance quant à la robustesse des processus ESG du gérant. Les particuliers sont quant à eux davantage susceptibles de formuler des exigences plus concrètes, portant sur le contenu des portefeuilles.

De manière générale, le ciblage des épargnants particuliers implique des contraintes fortes quant au niveau de complexité et d'abstraction qui peut être autorisé dans le cahier des charges. En ne définissant pas précisément le destinataire de son message, le label ISR court le risque de s'éloigner à la fois des attentes des particuliers et des professionnels. Dans les faits, si l'on considère le référentiel actuel et son insistance sur la qualité des processus de gestion, cette incertitude semble avoir davantage profité à une approche adaptée aux investisseurs professionnels.

### 2.2.3. Le périmètre de diffusion visé par le label est incertain, entre démarche de place et aspirations européennes

**Initialement le label ISR affichait une ambition européenne.** En l'absence de document stratégique unique, cette ambition se retrouve dans divers documents de communication et d'organisation du label. Le site internet du label vise « les épargnants en France et en Europe »<sup>27</sup>. L'étude réalisée en octobre 2015 par l'agence du patrimoine immatériel de l'État (APIE) sur la marque « label ISR »<sup>28</sup> indique que « la DG Trésor a pour ambition de faire de ce label l'un des grands acteurs de la certification ISR sur l'ensemble du territoire européen ». Cette ambition européenne a également été confirmée lors des consultations conduites par la mission. Plus largement, la création du label s'inscrivait dans une démarche globale de la France visant à se positionner comme le pays pionnier de la finance durable, au niveau européen et le cas échéant international.

---

<sup>25</sup> Présentation du label ISR sur son site internet : [www.lelabelisr.fr/quest-ce-que-isr/](http://www.lelabelisr.fr/quest-ce-que-isr/)

<sup>26</sup> Deuxième version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 juillet 2020, critères d'éligibilité.

<sup>27</sup> Présentation du label ISR sur son site internet : [www.lelabelisr.fr/quest-ce-que-isr/](http://www.lelabelisr.fr/quest-ce-que-isr/)

<sup>28</sup> APIE, *Périmètre de protection et disponibilité de la marque « Label ISR »*, octobre 2015.

**Quatre ans après sa création, l'ambition européenne du label n'apparaît plus aussi clairement.** Aux termes du référentiel, la labellisation est réservée aux produits autorisés à la commercialisation en France<sup>29</sup>. La gouvernance du label n'inclut pas de personnalités étrangères qui pourraient représenter les attentes du marché européen, même si la présence de sociétés de gestion internationales peut jouer un tel rôle. Les consultations conduites par la mission laissent supposer que le développement rapide de labels comparables dans d'autres pays européens ainsi que l'activisme de la Commission sur la base de son plan d'action pour une finance durable<sup>30</sup> auraient remis en cause l'ambition de promouvoir le label ISR au-delà des frontières nationales.

CONFIDENTIEL  
EXEMPLAIRE  
Davina EL-BAZE

---

<sup>29</sup> Deuxième version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 juillet 2020, critères d'éligibilité.

<sup>30</sup> COM/2018/097 final, *Communication de la commission au parlement européen, au conseil européen, au conseil, à la banque centrale européenne, au comité économique et social européen et au comité des régions : plan d'action: financer la croissance durable*, mars 2018.

### 3. Un recentrage stratégique du label ISR apparaît nécessaire, sur la base d'une ambition politique claire

Afin de rompre avec l'imprécision qui caractérise les objectifs du label depuis sa création, il est recommandé en premier lieu d'élaborer un document détaillant le cadre stratégique du label ISR. Sur la forme, un tel document pourrait se rapprocher des documents dits de « contexte » (« *background* ») qui viennent préciser les objectifs poursuivis par plusieurs labels européens (notamment *Nordic Swan* et *Towards Sustainability*). Sur le fond, les développements qui suivent proposent les lignes directrices qui pourraient être adoptées.

**Proposition n° 1 : élaborer, valider et publier un projet stratégique du label ISR.**

#### 3.1. Le label doit s'adresser en priorité à l'épargnant particulier

##### 3.1.1. L'asymétrie d'information concerne l'épargnant particulier

**Les investisseurs institutionnels et professionnels peuvent développer les moyens de définir leur propre préférence ESG et de vérifier la conformité d'une gestion à ces préférences.** Les consultations conduites par la mission suggèrent un haut niveau de maturité des institutionnels ou au moins d'une partie d'entre eux s'agissant des enjeux ESG. À titre d'exemple, l'établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP), met en œuvre sa propre « *charte ISR* »<sup>31</sup>. Ce document, validé par son conseil d'administration en octobre 2016, définit les valeurs poursuivies par l'établissement dans sa stratégie ISR. Il précise également les conditions d'élaboration et d'utilisation des notations, les objectifs d'engagement actionnarial, de prévention et de suivi des controverses ainsi que les modalités de mesure de l'impact. Deux collaborateurs sont spécifiquement chargés de l'élaboration et de la mise en œuvre de la stratégie ISR de l'établissement. Ainsi l'ERAFP dispose d'une sorte de référentiel ISR interne au regard duquel il confronte directement les offres de service soumises par les sociétés de gestion. Selon les consultations menées par la mission, la labellisation ISR ne constitue pas un avantage déterminant pour les candidats aux appels d'offre de l'ERAFP.

Il doit certes être noté que tous les investisseurs professionnels et institutionnels ne présentent pas le même niveau de maturité, l'ERAFP pouvant faire figure de pionnier sur le marché<sup>32</sup>. Aucun obstacle ne semble toutefois s'opposer à ce que ces acteurs professionnels ne développent, en interne ou avec l'aide de partenaires, les capacités nécessaires à la résolution de l'asymétrie d'information qui pourrait naître entre eux et les sociétés de gestion.

Deux principaux cadres de régulation internationaux formulent d'ailleurs des exigences à l'attention directe des investisseurs institutionnels :

- ◆ les PRI élaborés par les Nations-Unies (cf. section 2.1.1) encouragent directement les propriétaires d'actifs (*asset owners*) à prendre en compte les questions ESG dans leurs processus d'investissement et dans leurs pratiques d'actionnaires ;
- ◆ l'OCDE a défini des lignes directrices relatives à un comportement d'affaires responsable pour les investisseurs institutionnels<sup>33</sup>. Ces règles impliquent une prise en compte directe des enjeux ESG.

<sup>31</sup> ERAFP, *La Charte ISR de l'ERAFP*, version adoptée par le Conseil d'administration le 18 octobre 2016.

<sup>32</sup> Dès 2005, le conseil d'administration de l'ERAFP a décidé, par une délibération du 10 novembre, d'avoir une politique de placements qui « *prende en compte, de manière résolue et permanente, la recherche de l'intérêt général.* »

<sup>33</sup> OECD, *Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, 2017.



Il n'est pas contesté que le développement de telles capacités de conception et de mise en œuvre représente un coût pour les investisseurs. Mais celui-ci est indissociable de leur mission. Tous les acteurs économiques supportent des coûts pour s'assurer de la qualité des biens et services qu'ils achètent. **Il ne revient pas à un label, a fortiori un label d'Etat, de dispenser les acteurs économiques de toute recherche d'information sur les produits échangés.** Un label vise uniquement à prendre en charge cette fonction d'information lorsqu'elle ne peut pas être assumée par les acteurs de marché (cf. section 1).

De surcroît, le recours à un label sur un marché qui ne le nécessite pas pourrait entraver l'innovation. D'une certaine manière, un label peut être considéré comme une entente entre producteurs pour proposer des biens avec des caractéristiques identiques. Ce dispositif est justifié lorsque la différenciation entre les produits n'est en tout état de cause pas possible, compte tenu d'une information imparfaite sur le marché (cf. section 1). Au contraire, consacrer un label sur un marché fonctionnel pourrait dispenser les offreurs et les demandeurs d'un véritable dialogue sur leurs préférences et leurs capacités respectives, au détriment de l'innovation.

**Le constat est différent s'agissant des investisseurs particuliers.** L'asymétrie d'information entre l'investisseur particulier et le gérant apparaît, dans l'ensemble, plus solidement démontrée. Selon le forum pour l'investissement responsable (FIR)<sup>34</sup>, 62 % des Français « accordent une place importante aux impacts environnementaux et sociaux dans leurs décisions de placement ». Mais seulement 9 % d'entre eux « connaissent » l'ISR, 69 % n'en ayant « jamais entendu parler ». Ce constat s'inscrit plus largement dans le manque de familiarité du public français avec les produits d'épargne non-bancaires.

**Aussi, la mission recommande-t-elle de consacrer l'épargnant particulier comme cible prioritaire du label.** Il ne s'agit pas de réserver la labellisation à des fonds exclusivement et directement souscrits par des particuliers, ce qui n'aurait pas de sens en pratique. Il s'agit de fonder les caractéristiques du label sur les attentes des particuliers et non pas sur celle des investisseurs professionnels.

### 3.1.2. L'épargnant particulier a besoin d'un message simple et concret

**Le ciblage de l'épargnant particulier implique de rendre plus simple et plus concret le signal transmis par le label.** Le besoin d'un objectif de politique publique clairement identifié est renforcé et il semble délicat, si l'on considère l'attention des particuliers à l'impact social et environnemental de leur épargne, de ne pas retenir un objectif de contribution au développement durable (cf. section 3.2). Un tel choix contraint aussi très étroitement les exigences que devra consacrer le cahier des charges afin de rester crédible aux yeux des particuliers (cf. annexe III). À ce titre, le recours à des exclusions sectorielles apparaît incontournable. De même, la publication d'indicateurs concrets acquiert une importance primordiale. Des conséquences sont également à noter en matière de gouvernance, s'agissant de la prise en compte des épargnants et de la distribution (cf. annexe II).

**Le ciblage de l'épargnant implique également de veiller à limiter le bruit susceptible de perturber le signal du label.** La multiplicité de labels, a fortiori publics, sur le marché national affecte la lisibilité du signal pour l'épargnant. Aussi la priorisation de ce dernier pose avec une acuité particulière la question de l'articulation entre le label ISR et les labels thématiques, en particuliers *Greenfin* mais également *Finansol*, *Relance* et *CIES* (cf. section 3.3.1).

---

<sup>34</sup> Sondage IFOP pour le FIR et Vigéo Eiris, *Les Français et la finance responsable, vague 3*, septembre 2020.

La lisibilité du label pour l'épargnant est également affectée par le défaut de notoriété et les utilisations concurrentes de l'acronyme ISR. Peu connu des épargnants, ce terme fait aussi l'objet d'une ambiguïté puisqu'il désigne à la fois les produits labellisés et le marché plus large dans lequel ils s'inscrivent. Aussi la question de l'appellation du label est-elle également posée.

**Proposition n° 2 : le label ISR doit s'adresser en priorité à l'épargnant particulier et veiller, dès lors, à la simplicité et à la lisibilité du message qu'il véhicule.**

### **3.2. Seul un objectif de réallocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable peut justifier l'intervention de l'Etat**

#### **3.2.1. L'harmonisation et la promotion des pratiques de l'industrie doivent être laissées aux acteurs de marché, aujourd'hui mieux encadrés par la réglementation**

**L'harmonisation des pratiques de l'industrie peut désormais s'appuyer sur des réglementations nouvelles, aux niveaux européen et national.**

Au niveau européen dans le sillage du plan d'action de la Commission pour une finance durable<sup>35</sup>, plusieurs initiatives réglementaires ont été prises ou sont en cours de finalisation afin de mieux encadrer les pratiques de l'industrie en matière de finance durable :

- ◆ le règlement dit « *Disclosure* »<sup>36</sup>, publié fin 2019, prévoit, à l'attention des acteurs financiers, des obligations de transparence renforcées en matière ESG. Surtout, deux types de produits ESG sont distingués parmi l'ensemble des offres proposées aux épargnants. Les produits dits « *article 8* » sont définis comme faisant simplement la promotion de « *caractéristiques environnementales ou sociales* ». Les produits dits « *article 9* » relèvent d'un niveau d'ambition plus élevé puisqu'ils sont définis à partir d'un « *objectif d'investissement durable* »<sup>37</sup> ;
- ◆ le règlement dit « *Taxonomy* », publié en juin 2020<sup>38</sup>, permet l'élaboration d'une liste des activités durables sur le plan environnementale, qui s'impose à tous les acteurs financiers ;
- ◆ les projets d'amendements aux actes délégués des directives dites « *MiFID II* »<sup>39</sup> et « *IDD* »<sup>40</sup> visent à introduire une dimension ESG dans l'évaluation de l'adéquation des investissements proposés au client (« *suitability test* »). L'objectif de ces dispositions est d'encadrer l'évaluation des préférences ESG des épargnants et les propositions qui pourront être formulées en réponse par les offreurs de produits d'investissement ou d'assurance. Concrètement, il est envisagé de faire un lien entre les préférences ESG du client et les catégories de produits ESG définies par le règlement *Disclosure*.

---

<sup>35</sup> COM/2018/097 final précit.

<sup>36</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

<sup>37</sup> La notion d'investissement durable, définie à l'article 2 du règlement, renvoie, selon l'interprétation de l'AMF, à des « *investissements contribuant à un objectif social ou environnemental tout en respectant le principe d'absence de préjudice significatif aux autres facteurs ESG* » (principe « *do no significant harm* » ou DNSH) » (AMF, *Présentation des principales dispositions du projet de RTS en cours de consultation lié au règlement Disclosure*, 2020).

<sup>38</sup> Règlement (UE) 2020/852 du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables.

<sup>39</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

<sup>40</sup> Directive (UE) 2016/97 du Parlement européen et du Conseil du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances.

## Annexe I

Au niveau national, l'AMF est également intervenue pour encadrer les pratiques de l'industrie en matière ESG. Dans une doctrine, dont la version finalisée a été publiée en juillet 2020<sup>41</sup>, l'AMF impose un principe de proportionnalité entre la communication qui est faite aux investisseurs et la prise en compte effective des caractéristiques extrafinancières dans la gestion. Sur cette base, trois catégories de produits sont définies, correspondant à trois niveaux de communication autour de l'ESG :

- ◆ les « *approches fondées sur un engagement significatif dans la gestion* » sont autorisées à faire des caractéristiques extrafinancières « *un élément central* » de leur communication ;
- ◆ les « *approches non significativement engageantes* » n'ouvrent droit qu'à une communication réduite ;
- ◆ les autres types de produit ne peuvent pas communiquer sur la prise en compte de caractéristiques extrafinancières en dehors du prospectus.

La notion d'« *engagement significatif* » est définie à partir de critères qui reprennent ceux du label ISR mais ne s'y limitent pas. Sont ainsi autorisés les approches en amélioration de note et en sélectivité par rapport à l'univers investissable mais également d'autres approches fondées sur le pilotage d'indicateurs extrafinanciers ou toute autre démarche significative.

**Ainsi, un ensemble de normes assument aujourd'hui un rôle d'encadrement et d'harmonisation des pratiques de marchés. Si un effort de promotion mutualisé est souhaité dans le cadre de cette réglementation, il doit relever d'une démarche collective et non pas publique.** Les consultations menées par la mission attestent d'une demande persistante des acteurs pour un label, malgré l'harmonisation permise par les nouvelles réglementations européennes et nationales. Il est fait mention d'un défaut de visibilité et de lisibilité de ces catégories pour l'épargnant particulier. Ainsi il pourrait être envisagé de créer un label dont le seul objectif serait de signaler l'appartenance d'un produit aux catégories de l'AMF et du règlement *Disclosure*. Il est toutefois permis de douter de la nécessité d'une intervention de l'État si un tel objectif devait être retenu. Une démarche de place, purement collective, pourrait assumer ce travail de promotion.

### 3.2.2. La simple intégration du risque ESG ne nécessite sans doute pas un label

**L'intégration des facteurs ESG dans le seul but d'accroître la performance financière ou de réduire le risque ne se heurte pas à une asymétrie d'information qui pourrait nécessiter un label.** Ainsi définie, l'intégration ESG correspond simplement à un perfectionnement des outils traditionnels de la gestion d'actifs. Le sérieux de ces démarches peut être directement démontré à l'épargnant au moyen des indicateurs classiques ayant trait au rendement des placements et à leur volatilité.

D'autant que la corrélation positive entre performance financière et gestion du risque ESG fait aujourd'hui l'objet d'un consensus parmi les acteurs académiques et industriels. À titre d'exemple, une méta-analyse conduite par l'université de Hambourg et la fédération allemande des gestionnaires d'actifs<sup>42</sup> indique que sur 2 200 études considérées, 90 % conclut à une corrélation neutre ou positive entre prise en compte des critères ESG et performance financière des entreprises.

---

<sup>41</sup> AMF, *DOC-2020-03 : Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières*, document créé le 11 mars 2020, modifié le 27 juillet 2020.

<sup>42</sup> Gunnar Friede, Timo Buschi and Alexander Bassen, "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Volume 5, 2015 - Issue 4.

**Aussi l'intégration du risque ESG dans les processus d'investissement relève-t-elle de plus en plus d'un standard de marché, qui ne suffit pas à caractériser une gestion durable.** Le règlement *Disclosure*<sup>43</sup> fait ainsi obligation à tous les acteurs financiers de définir et de publier une politique d'intégration des risques en matière de durabilité dans les processus d'investissement et dans les politiques de rémunération.

Le marché de la gestion durable évolue quant à lui vers la recherche d'une matérialité extrafinancière, soit la poursuite, parallèlement au rendement financier, d'une contribution positive ou du moins d'une absence de contribution négative au développement durable. Cette évolution apparaît du reste en phase avec les attentes des épargnants quant à l'impact de leur placement au regard de la transition vers un modèle économique durable.

### **3.2.3. Avec le label ISR, l'État doit viser à susciter une gestion durable, dont il lui appartient de préciser les contours**

**Il est recommandé de consacrer plus explicitement et surtout de garantir dans les faits l'objectif du label ISR de contribuer à la réorientation des flux de capitaux vers une économie plus durable.** En 2018, la Commission évaluait à 180 Md€ le déficit d'investissement annuel de l'Union pour l'atteinte des seuls objectifs en matière de climat et d'énergie à l'horizon 2030<sup>44</sup>. Le label ISR doit offrir une promesse simple à l'épargnant : celle que son placement contribue effectivement au financement d'un modèle économique durable. Cette contribution doit s'entendre à la fois de manière positive comme le financement d'activités durables et de manière négative comme la limitation des financements aux activités non-durables ou causant un préjudice significatif à des facteurs de durabilité.

**Il revient à l'État, propriétaire du label, de définir les contours du modèle économique durable que l'encours labellisé aura vocation à financer.**

À cet égard, une première référence pourrait être les objectifs de développement durable (ODD). Au nombre de 17, ces objectifs reprennent les grandes dimensions du développement durable telles que définies par les Nations-Unies. Ils couvrent à la fois des enjeux sociaux et humains (e.g. pauvreté, alimentation, santé, éducation, égalité, travail, justice) et environnementaux (e.g. climat, eau, biodiversité). Les consultations menées par la mission attestent de l'utilisation de ces objectifs dans les approches ESG de nombreux gérants. D'autres parties prenantes insistent toutefois sur la difficulté d'adapter à des entreprises ces objectifs initialement formulés à l'attention des États. Le manque de données disponibles pour apprécier rigoureusement la contribution d'un émetteur est également souvent noté.

Le travail de taxonomie des activités durables réalisé au niveau de l'Union doit également constituer une référence, si un objectif de contribution au développement durable était retenu. Dans le champ environnemental, le règlement *Taxonomy*<sup>45</sup> fait déjà obligation aux États membres de l'Union d'appliquer ses critères de durabilité, notamment dans les labels. Lorsque les actes délégués de la taxonomie environnementale auront été pris et lorsque son volet social aura également été élaboré, la définition des activités durables que retiendra le label devra se référer à ces standards communs.

Au-delà de ces références, l'État pourra souhaiter promouvoir à travers le label une vision plus spécifiquement française du développement durable. À titre d'exemple et sans préjudice des règles qui pourront être édictés dans les actes délégués du règlement *Taxonomy*, la France pourrait souhaiter promouvoir le rôle de l'énergie nucléaire dans la transition énergétique.

---

<sup>43</sup> Règlement (UE) 2019/2088 précit.

<sup>44</sup> COM/2018/097 final précit.

<sup>45</sup> Règlement (UE) 2020/852 du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables, article 4.

**Il convient toutefois de noter que cet objectif de contribution au développement durable ne saurait clore le débat relatif au niveau d'exigence du label.** Concrètement, la mission recommande que le label ISR assume une promesse simple de mise à contribution de l'épargne au profit d'un modèle économique durable. L'intensité de cette mise à contribution et les contraintes qui en découlent sur le plan de la gestion relève d'un arbitrage politique, contraints par les attentes des épargnants et la capacité de transformation des acteurs financiers. En d'autres termes, un tel objectif n'implique pas de renoncer à une approche inclusive, tant que la communication autour du label reste cohérente avec son contenu. L'annexe III au présent rapport, relative aux exigences du label, explore plus précisément ces différentes pistes.

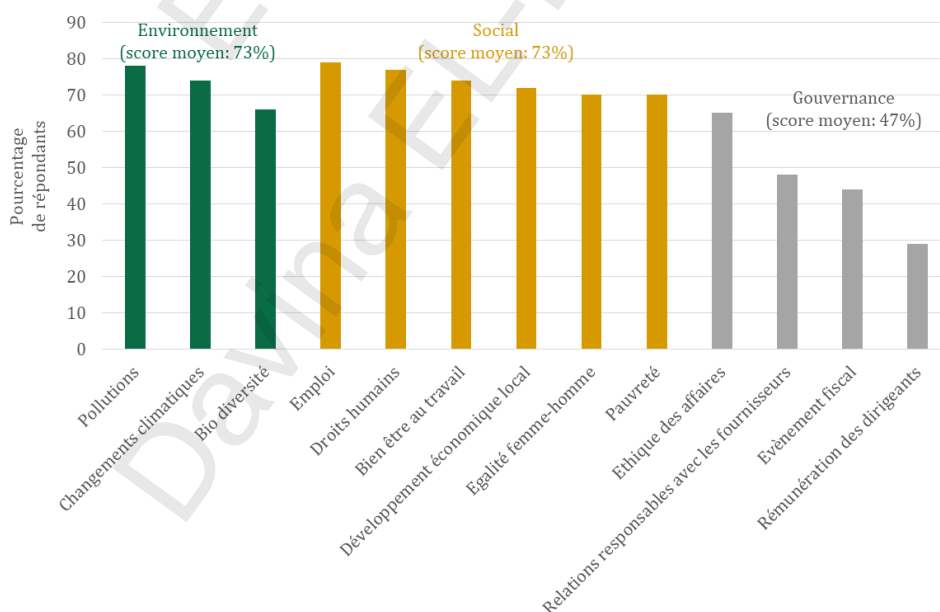
**Proposition n° 3 : le label ISR doit assumer explicitement et garantir plus effectivement à l'épargnant une contribution de son placement au financement d'un modèle économique durable.**

### 3.3. L'approche généraliste ESG et inclusive du label doit être confortée

#### 3.3.1. L'approche généraliste ESG reste justifiée mais elle implique une meilleure articulation avec les labels thématiques

**L'approche généraliste ESG reste justifiée au regard de la multidimensionnalité du développement durable.** La définition internationale de cette notion s'appuie sur une double ambition sociale et environnementale. Surtout, cette double approche répond aux attentes déclarées par les épargnants (cf. graphique 1). En effet, ceux-ci valorisent de manière comparable les enjeux environnementaux et sociaux. Tout au plus l'importance accordée au volet de gouvernance apparaît-elle plus faible. Ces résultats peuvent toutefois s'expliquer par la formulation retenue pour les enjeux de gouvernance. Les consultations conduites par la mission ont montré que les exigences de gouvernance pouvaient être plus directement liées aux exigences environnementales et sociales, notamment lorsqu'il est question d'apprécier l'organisation d'une entreprise en matière de prise en compte des enjeux ESG.

**Graphique 1 : Sujets prioritaires pour les investisseurs responsables**



*Note de lecture :* parmi les personnes interrogées possédant au moins un produit d'épargne, 78 % attribuent une note d'importance de 4 ou 5/5 à l'enjeu des « pollutions ».

*Source :* Sondage IFOP pour le FIR et Vigéo Eiris, Les Français et la finance responsable, vague 3, septembre 2020.

**Nécessaire, cette approche généraliste ne saurait toutefois être suffisante, d'où le besoin d'approches thématiques complémentaires.**

L'opportunité de démarches spécifiques apparaît notamment en matière environnementale. La recherche d'une contribution positive à la transition écologique peut en effet s'appuyer sur des données extrafinancières et des méthodologies souvent plus avancées, en particulier sur les enjeux climatiques. À titre d'exemple, la mesure de l'alignement des portefeuilles avec des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre fait l'objet d'innovations rapides. La modification du règlement *Benchmark*<sup>46</sup>, intervenue fin 2019, permet la création de deux labels distinguant des indices compatibles avec une trajectoire de dé-carbonisation ou même alignés sur les objectifs définis par l'Accord de Paris sur le climat. Différentes méthodologies de mesures de la contribution environnementale des portefeuilles apparaissent également<sup>47</sup>. Aussi un label spécifique dédié à la finance verte, à l'instar du label *Greenfin*, est-il justifié

Le champ de la finance solidaire apparaît également suffisamment mature et structuré pour justifier un label spécifique. Le label *Finansol* s'appuie ainsi sur l'écosystème de l'économie sociale et solidaire qui bénéficie notamment d'un cadre législatif.

**Il est toutefois indispensable que ces approches thématiques soient clairement articulées avec le label ISR, qui pourrait jouer un rôle de socle.** La multiplication des labels sur le marché français, *a fortiori* des labels d'Etat, est fortement préjudiciable au développement de la finance durable. Non seulement elle obère la bonne compréhension des offres en présence par l'épargnant. Mais elle accroît également le coût et la complexité des labellisations pour les sociétés de gestion.

Or, sur le fond, aucun obstacle dirimant ne s'oppose à une meilleure articulation, les autres labels français répondant à des logiques de spécialisation, dans l'ensemble compatibles avec les exigences du label ISR. En particulier, le label *Greenfin* vise un niveau d'exigence supérieure en matière environnementale et le label *Finansol* propose un fléchage vers les activités solidaires. L'articulation avec les deux autres labels serait également possible bien que peut-être moins évidente. Le label CIES vise spécifiquement l'épargne salariale mais à partir d'exigences qui ne se démarquent pas fortement du label ISR. Le label Relance vise les sociétés française et un socle ESG est également prévu mais à un niveau moins exigeant que le label ISR. Le label Relance prévoit toutefois que la labellisation ISR emporte automatiquement la satisfaction de ses critères ESG.

Dans ce contexte, trois niveaux de rapprochement pourraient être envisagés :

- ◆ la labellisation ISR pourrait être ajoutée comme un prérequis obligatoire dans les cahiers des charges des autres labels ;
- ◆ une marque commune pourrait être créée pour l'ensemble des labels concernés, les labels thématiques cumulant la marque commune et leur propre signal ;
- ◆ les gouvernances de ces labels pourraient être fusionnées.

---

<sup>46</sup> Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence «transition climatique» de l'Union, les indices de référence «accord de Paris» de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence.

<sup>47</sup> Trois approches collaboratives et open source peuvent notamment être mentionnées : la méthodologie *Assessing Low Carbon Transition* (ACT) développée par l'ADEME, la *Net Environmental Contribution* (NEC) établie notamment par Sycomore AM, la méthodologie *Paris Agreement Capital Transition Assessment* (PACTA) développée par l'association 2° *Investing Initiative*.

La mission recommande d'engager les deux premiers niveaux de rapprochement, a minima pour les deux labels publics centrée sur le développement durable : ISR et Greenfin. La fusion des gouvernances n'apparaît pas indispensable pour garantir la lisibilité des labels pour l'épargnant. Le rapprochement avec les labels privés que sont Finansol et CIES devra également suivre un processus différent du rapprochement entre les labels d'Etat, qui peut être directement décidé en interministériel.

**Proposition n° 4 : maintenir l'approche généraliste ESG du label ISR et l'ériger en socle du label *Greenfin* et le cas échéant *Finansol*, *Relance* et *CIES*.**

### 3.3.2. L'approche inclusive reste également justifiée, sous réserve d'une meilleure articulation avec la doctrine de l'AMF et d'une mise en valeur des meilleures performances

**L'approche inclusive qui a guidé le label ISR depuis sa création ne doit pas non plus être remise en cause.** Elle répond à un besoin de marché, d'autres labels élitistes étant déjà opérationnel (le label *Greenfin*) ou en cours d'élaboration (l'Ecolabel européen). Une approche inclusive permettant, dans le respect d'un objectif de contribution au financement durable, une variété de combinaison risque-rendement apparaît nécessaire pour répondre à la demande des épargnants mais également pour massifier la réorientation des flux financiers. Alors que la demande de produits durables semble forte<sup>48</sup> et que le législateur a prévu des obligations de présentation de produits labellisés dans les contrats d'assurance-vie<sup>49</sup>, il importe de veiller à la profondeur du marché des placements durables.

**Toutefois, une telle approche inclusive devrait désormais tenir compte du nouveau standard de marché défini par l'AMF et rehausser en conséquence son niveau d'exigence.** La doctrine de juillet 2020<sup>50</sup> définit désormais les exigences minimales qu'un produit doit satisfaire pour prétendre relever de la gestion durable ou ISR. Dans ce nouvel environnement, le label ISR ne peut conserver son utilité qu'en rehaussant son niveau d'exigences au-dessus des seuils fixés par l'AMF (cf. annexe III).

**Surtout, une telle approche inclusive, ne devrait pas obérer la mise en valeur des meilleures performances, d'où l'utilité d'un label dit « à niveaux ».** Un label ne permet pas de rétablir la différenciation verticale qui est permise sur un marché fonctionnel (cf. section 1). Toutefois, il est possible de réintroduire un certain degré de différenciation en passant d'une approche discrète ou « *pass/fail* » comme celle du label ISR à une approche par score, à niveaux ou à étoiles. À titre d'exemple le label *FNG-Siegel* prévoit ainsi, en plus de la labellisation, l'attribution d'un score témoignant du niveau de performance ESG de chaque produit. Au-delà du niveau de performance, une telle approche permettrait également de faire apparaître à l'épargnant les contreparties financières qui pourraient être associées à l'ambition extrafinancière du produit (un niveau de risque ou des frais de gestion plus élevés par exemple). L'annexe III explore plus précisément cette piste.

**Proposition n° 5 : maintenir l'approche inclusive du label ISR tout en veillant à sa distinction vis-à-vis du standard de l'AMF et en autorisant la mise en valeur des meilleures performances via l'introduction d'un « label à niveaux ».**

<sup>48</sup> Sondage IFOP pour le FIR et Vigéo Eiris précité.

<sup>49</sup> Article 72 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

<sup>50</sup> AMF, *DOC-2020-03 : Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières*, précité.

### 3.4. Il convient d'affirmer une ambition européenne

#### 3.4.1. Le passage de la labellisation ISR à l'échelle européenne est souhaitable mais lointain

**Un label ISR européen, souhaité par l'essentiel des parties prenantes, est indispensable à l'union des marchés de capitaux et à la défense des intérêts européens sur le plan mondial.** Les consultations menées par la mission font apparaître une demande forte des acteurs, en particulier les sociétés de gestion internationales, en faveur d'un label ISR européen. La multiplicité des labels nationaux est en effet à l'origine d'une fragmentation du marché, chaque label jouant *de facto* un rôle de barrière à l'entrée.

L'exemple du label belge *Towards Sustainability* est à cet égard emblématique. Issu d'une initiative de la fédération nationale des acteurs financiers (*Febelfin*), le label s'impose dans les faits comme un prérequis à la commercialisation en Belgique de placements durables. Aucune règle juridique ne formule une telle obligation à l'égard des sociétés de gestion. Toutefois, le référentiel du label<sup>51</sup> évoque implicitement l'éventualité que ce dernier puisse jouer un tel rôle.

Plus généralement, les sociétés de gestion internationales rencontrées par la mission déclarent supporter des coûts importants du fait de la multiplicité de labels aux exigences différentes. Les frais de labellisation s'additionnent. Certains gérants répliquent leurs fonds dans plusieurs pays afin de pouvoir les adapter aux exigences des labels nationaux. À l'inverse, d'autres cumulent les exigences au risque de contraindre excessivement la gestion.

**Plusieurs obstacles restent toutefois à lever dans les prochaines années avant d'aboutir à un label ISR européen.** La stratégie de la Commission à cet égard pourrait être clarifiée rapidement : le plan d'action finance durable révisé, attendu pour le début de l'année 2021, pourrait annoncer l'objectif de créer un label ISR européen. Toutefois, quand bien même une telle initiative serait annoncée, elle nécessiterait sans doute que soit préalablement élaboré le volet social de la taxonomie, attendu pour le milieu de la décennie 2020.

En tout état de cause, le travail d'extension aux produits financiers de **l'Ecolabel européen**, toujours en cours, ne réduit pas, à court terme, le besoin d'un label généraliste ESG et incite, à plus long terme, à ne pas sous-estimer la difficulté de l'harmonisation européenne dans ce domaine. Erigée en priorité du plan d'action de 2018, l'élaboration d'un cahier des charges applicables au produit financier est prévue pour aboutir d'ici mars 2021. À ce stade, trois propositions ont été soumises à consultation par le centre commun de recherche de la Commission. Globalement, ce dispositif restera centré sur des exigences environnementales, notamment en raison de la base juridique sur laquelle il s'appuie<sup>52</sup>. Surtout, les craintes sont nombreuses que cette initiative aboutisse un niveau d'exigence trop élevé qui ne permettrait pas une réelle diffusion du label : une étude réalisée avant la dernière proposition de référentiel estimait à 3 % la proportion des fonds verts existants susceptibles de satisfaire les critères de l'Ecolabel<sup>53</sup>.

<sup>51</sup> Febelfin, *A quality Standard for sustainable and socially responsible financial products*, final text, February 2019: "The quality standard does not limit the commercialisation of 'traditional' products but does set a framework for products explicitly marketed as 'socially responsible', 'sustainable' or alike. [...] The standard is not legally binding. As such, for transitional or technical reasons, products could be marketed as socially responsible or sustainable without being compliant with the quality standard. This is of course not encouraged as a structural situation. It will moreover not benefit from promotion and sectoral support and is likely to be subject to additional societal scrutiny."

<sup>52</sup> Règlement (CEE) n° 880/92 du Conseil, du 23 mars 1992, concernant un système communautaire d'attribution de label écologique.

<sup>53</sup> European Commission (Malte Hessenius, Maurice Dumrose, Christina Anselm, Stefanie Berendsen, Ingmar Juergens, Christian Klein, Felicitas Koch, Karsten Löffler, Sebastian Rink), *Testing Draft EU Ecolabel Criteria on UCITS equity funds*, juin 2020.



### 3.4.2. Dans l'intervalle, il faut viser, pour le label ISR, un statut de référence en Europe

**Il pourrait être envisagé de promouvoir directement le label ISR au-delà des frontières nationales mais cette piste apparaît peu crédible.** Les consultations menées par la mission n'ont pas permis d'identifier des possibilités réalistes à court terme de fusions entre labels existants ou de partenariats avec des pays n'en ayant pas encore développé. Il pourrait être envisagé de promouvoir directement la marque du label sur des marchés étrangers. Une telle perspective apparaît toutefois peu réaliste au regard de la difficulté du label à asseoir sa notoriété sur son propre marché.

**Il s'agit surtout que le label ISR s'impose comme une référence européenne afin de contribuer à l'avance de la France en matière de finance durable.** Le label ISR peut se prévaloir d'une certaine antériorité par rapport à certains labels nationaux. Il bénéficie surtout d'un des plus grands encours, avec le label belge. Afin de s'imposer dans le paysage européen, le label doit veiller à maintenir cette attractivité tout en développant, sur le plan des exigences, sa crédibilité et sa capacité d'innovation.

**À ce titre, il convient d'abord de veiller à la bonne articulation du label avec les catégories de produits durables définies par le droit européen.** Il apparaît évidemment indispensable que les produits labellisés ISR soient également reconnus comme durables au sens du droit de l'Union. Concrètement cela implique trois contraintes dans la définition des exigences du label ISR :

- ◆ qu'elles soient *a minima* égales à celles qui seront prévues pour autoriser la proposition d'un produit à un épargnant émettant des préférences ESG. Ces exigences sont en cours d'être précisées à l'occasion de la revue des règles applicables au « *suitability test* » (amendements aux actes délégués des directives dites « *MiFID II* »<sup>54</sup> et « *IDD* »<sup>55</sup>) ;
- ◆ qu'elles soient également articulées avec les catégories définies par le règlement *Disclosure*<sup>56</sup> (article 8 ou 9), qui pourraient ne pas être reprises à l'identique dans la réglementation applicable au « *suitability test* » ;
- ◆ qu'elles reprennent les critères définis par le règlement *Taxonomy*<sup>57</sup> pour la définition des activités durables sur le plan environnemental.

**Parallèlement, il convient de limiter la fragmentation du marché intérieur en favorisant les équivalences entre labels et en instaurant *a minima* un forum de dialogue.** La revue des exigences du label ISR devrait tenir compte d'un objectif de cohérence avec les labels étrangers. Dans cette perspective, les principales difficultés auront trait aux exclusions, en particulier dans le domaine énergétique. Certains labels étrangers imposent des exclusions larges qui s'étendent notamment aux fossiles conventionnels. Surtout, une part importante des labels étrangers prévoit l'exclusion des activités liées au nucléaire. Si le rapprochement total des exigences et en particulier des listes d'exclusions apparaît hors de portée, des équivalences sous conditions pourraient être envisagées, l'obtention d'un label national permettant un examen accéléré et allégé pour les autres labels.

Sur le plan de la méthode il est proposé de confier au futur comité du label et à ses moyens propres la tâche de structurer un forum informel d'échange entre les labels européens. Cet espace de dialogue pourrait fournir à la fois un cadre d'échange de bonnes pratiques et, à moyen terme, de négociation d'équivalence entre labels.

---

<sup>54</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

<sup>55</sup> Directive (UE) 2016/97 du Parlement européen et du Conseil du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances.

<sup>56</sup> Règlement (UE) 2019/2088 précit.

<sup>57</sup> Règlement (UE) 2020/852 précit.

## Annexe I

L'annexe IV au présent rapport, dédiée au parangonnage européen, tire précisément les conséquences de cette ambition européenne du label ISR.

**Proposition n° 6 : inscrire le label ISR dans une perspective européenne réaliste en garantissant son articulation avec le droit de l'Union et en instituant un forum informel d'échange entre labels européens.**

CONFIDENTIEL  
EXEMPLAIRE  
Davina EL-BAZE

## SYNTHESE DES PROPOSITIONS

**Proposition n° 1 : élaborer, valider et publier un projet stratégique du label ISR.**

**Proposition n° 2 : le label ISR doit s'adresser en priorité à l'épargnant particulier et veiller, dès lors, à la simplicité et à la lisibilité du message qu'il véhicule.**

**Proposition n° 3 : le label ISR doit assumer explicitement et garantir plus effectivement à l'épargnant une contribution de son placement au financement d'un modèle économique durable.**

**Proposition n° 4 : maintenir l'approche généraliste ESG du label ISR et l'ériger en socle du label *Greenfin* et le cas échéant *Finansol*, *Relance* et *CIES*.**

**Proposition n° 5 : maintenir l'approche inclusive du label ISR tout en veillant à sa distinction vis-à-vis du standard de l'AMF et en autorisant la mise en valeur des meilleures performances via l'introduction d'un « *label à niveaux* ».**

**Proposition n° 6 : inscrire le label ISR dans une perspective européenne réaliste en garantissant son articulation avec le droit de l'Union et en instituant un forum informel d'échange entre labels européens.**



**ANNEXE II**

**La gouvernance du label « Investissement  
Socialement Responsable » (ISR)**



# SOMMAIRE

<b>1. LA GOUVERNANCE DU LABEL S'ORGANISE AUTOUR DE L'ÉTAT, DE TROIS INSTANCES D'ASSOCIATION DES PARTIES PRENANTES ET DE CERTIFICATEURS ACCRÉDITÉS.....</b>	<b>1</b>
1.1. Créateur et propriétaire du label ISR, l'État définit son contenu, organise et anime la consultation des parties prenantes.....	1
1.2. Le comité du label ISR, en lien avec le comité scientifique, est chargé de conseiller l'État quant à l'évolution du label.....	2
1.3. La labellisation des fonds est déléguée à deux certificateurs accrédités.....	3
1.4. Deux fédérations et une association de place sont chargées de la gestion des recettes et dépenses du label, intégralement affectées à la promotion.....	5
<b>2. INSUFFISAMMENT STRUCTURÉE ET DOTÉE, LA GOUVERNANCE DU LABEL ISR S'EST RÉVÉLÉE INCAPABLE D'ASSURER SES MISSIONS .....</b>	<b>6</b>
2.1. Au niveau stratégique, la gouvernance peine à maintenir la crédibilité et la pertinence du label ISR.....	6
2.1.1. <i>La gouvernance s'appuie sur une représentation large des parties prenantes mais son manque de formalisme obère sa crédibilité .....</i>	<i>6</i>
2.1.2. <i>Surtout, la gouvernance a manqué de moyens pour faire évoluer le label avec les attentes des épargnants et les pratiques de l'industrie.....</i>	<i>8</i>
2.2. Au niveau opérationnel, la gouvernance ne permet pas de garantir la précision des exigences et l'uniformité de leur mise en œuvre .....	13
2.2.1. <i>Aucun dispositif n'est prévu pour préciser et garantir une interprétation uniforme du label.....</i>	<i>13</i>
2.2.2. <i>Il en résulte un risque de segmentation du label .....</i>	<i>13</i>
2.3. Sur le plan financier, l'organisation apparaît également insuffisamment formalisée au regard de la croissance des enjeux .....	14
2.3.1. <i>La gestion des recettes du label et des dépenses de promotion auxquelles elles sont affectées est très faiblement formalisée .....</i>	<i>14</i>
2.3.2. <i>Ce défaut de formalisation est à l'origine de risques croissants à mesure que les recettes augmentent.....</i>	<i>15</i>
<b>3. LA COMPARAISON AVEC LES AUTRES LABELS EUROPÉENS PERMET D'IDENTIFIER CERTAINS FACTEURS CONTRIBUANT À UNE ORGANISATION EFFICACE .....</b>	<b>17</b>
3.1. Le rôle de l'État relève des spécificités nationales, sans qu'une leçon générale et univoque puisse être tirée.....	17
3.2. L'indépendance des labels vis-à-vis de l'industrie financière peut être assurée de différentes manières mais elle reste un facteur clé de crédibilité .....	17
3.3. L'animation d'un label nécessite des moyens permanents propres .....	18
3.4. Un lien fort apparaît nécessaire entre les échelons stratégiques et opérationnels du label .....	18
3.5. Dans la majorité des cas, les recettes du label sont affectées à sa gestion et non uniquement à sa promotion.....	19

<b>4. UNE RÉFORME DE LA GOUVERNANCE EST INDISPENSABLE POUR METTRE LES PARTIES PRENANTES EN RESPONSABILITÉ ET EN CAPACITÉ DE MAINTENIR DANS LA DURÉE L'EXEMPLARITÉ, LA PERTINENCE ET LA FIABILITÉ DU LABEL ISR.....</b>	<b>20</b>
4.1. Si un objectif de politique publique est poursuivi, la propriété du label doit rester à l'État.....	20
4.1.1. <i>Si le label n'était pas doté d'un objectif de politique publique, le retrait de l'État devrait être organisé rapidement.....</i>	<i>20</i>
4.1.2. <i>Si un objectif de politique publique était au contraire retenu, l'implication de l'État ou plus largement des pouvoirs publics devrait être confirmée..</i>	<i>20</i>
4.1.3. <i>L'implication directe de l'État via le ministère des finances devrait néanmoins être recentrée.....</i>	<i>21</i>
4.2. Il est recommandé que l'État confie la direction du label à un comité aux attributions élargies, à la composition resserrée et au formalisme renforcé .....	23
4.2.1. <i>Pour résorber la confusion des rôles, il est proposé de réduire la comitologie au seul comité du label, chargé à la fois de proposer ses évolutions, de décider de son attribution et d'organiser sa promotion .....</i>	<i>23</i>
4.2.2. <i>Afin de concilier l'efficacité des travaux et l'association des parties prenantes, il est proposé d'instituer un comité resserré, procédant à partir de consultations ouvertes .....</i>	<i>25</i>
4.2.3. <i>Afin de crédibiliser le dispositif, il est indispensable de formaliser davantage le fonctionnement du comité .....</i>	<i>26</i>
4.3. Enfin, il importe d'appuyer l'animation du label sur des moyens renforcés, financés par ses recettes propres.....	26
4.3.1. <i>Quelques collaborateurs permanents sont indispensables pour soutenir le comité du label dans ses missions.....</i>	<i>26</i>
4.3.2. <i>Le financement de cette équipe serait assuré par les contributions actuelles dont la nature et l'affectation devraient être revues, mais pas nécessairement le montant.....</i>	<i>27</i>
4.3.3. <i>Il est recommandé de rechercher le rattachement de ces moyens à une structure existante, par le biais d'un appel à candidatures.....</i>	<i>28</i>
4.4. Le cas échéant, une solution plus disruptive pourrait être envisagée sur le modèle de l'institut <i>Choose Paris</i> proposé par le rapport Holroyd.....	29
<b>SYNTHESE DES PROPOSITIONS .....</b>	<b>31</b>



## 1. La gouvernance du label s'organise autour de l'État, de trois instances d'association des parties prenantes et de certificateurs accrédités

### 1.1. Créateur et propriétaire du label ISR, l'État définit son contenu, organise et anime la consultation des parties prenantes

**Le label ISR est une création de l'État, qui en assume la propriété.** Le décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 crée le label ISR et le définit comme un « *signe distinctif matérialisant [...], pour un organisme de placement collectif, le respect d'un ensemble de critères relatif à ses modalités de gestion [et visant à concilier] performance économique et impact social et environnemental* ». L'État est propriétaire de ce programme de certification au sens de la norme NF EN ISO/CEI 17065<sup>1</sup>. Il est également propriétaire de la marque associée au label<sup>2</sup>. Dans le contexte de création du label, l'intervention de l'État a été perçue comme nécessaire pour aboutir à un consensus qui n'émergeait pas spontanément entre les parties prenantes. Dans les faits, le label ISR a pris la suite d'une initiative associative qui ne parvenait plus à réunir un consensus de place en sa faveur : le label dit « *ISR Novethic* ».

**En tant que propriétaire du label, l'État définit ses documents cadres et institue sa comitologie.**

Le ministre chargé des finances a compétence pour établir par arrêté le référentiel du label – qui définit les critères d'éligibilité et de labellisation – ainsi que son plan de contrôle et de surveillance – qui définit les modalités de certification et de suivi des fonds<sup>3</sup>.

Le ministre chargé des finances institue également la comitologie du label, sans que celle-ci soit prévue par aucun texte réglementaire :

- ◆ selon les entretiens conduits par la mission, les nominations au comité du label et au comité scientifique relèvent du ministre, sans formalisme juridique ;
- ◆ un comité de coordination est également institué afin de réunir les représentants de l'État et des associations chargées de la promotion du label (l'association française de gestion – AFG – le forum pour l'investissement responsable – FIR – et, depuis octobre 2020, l'association française des sociétés de placement immobilier - ASPIM). La mission n'a pas non plus été destinataire d'un texte prévoyant la création de cette instance<sup>4</sup>.

**Enfin l'État, par le biais de la direction générale du Trésor (DG Trésor), assure le secrétariat du comité et plus largement l'animation du label.** Le bureau FINENT1 est chargé de préparer les réunions du comité du label, en lien avec sa présidente. Il établit également les comptes-rendus des séances du comité. Le ministre chargé des finances est destinataire des décisions de d'octroi, de renouvellement, de retrait ou de suspension de certification ainsi que d'un rapport annuel d'activité des labellisateurs. En pratique, le bureau FINENT1 assume un rôle de précision du référentiel et de ses exigences, sur la base des questions qui lui sont transmises par les labellisateurs et les gérants.

---

<sup>1</sup> Convention relative à la certification du label ISR conclue entre l'État et le comité d'accréditation (COFRAC), « Préambule ».

<sup>2</sup> Règlement d'usage de la marque communautaire « label investissement socialement responsable » (n° 014756291), version 1.0 du 22/12/2015, approuvée par le ministre des finances et des comptes publics.

<sup>3</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au label « investissement socialement responsable », article 4.

<sup>4</sup> Son existence est mentionnée dans le modèle de « convention de participation à la promotion du label ISR » qu'est tenue de conclure chaque société de gestion labellisée avec les associations de promotion.

## 1.2. Le comité du label ISR, en lien avec le comité scientifique, est chargé de conseiller l'État quant à l'évolution du label

**Le comité du label ISR formule et examine des propositions d'évolutions du label.** Aux termes de l'article 1er de son règlement intérieur, « *le comité du label ISR, est chargé :*

*1° De donner un avis au ministre des finances sur les évolutions des modalités de certification, et sur les grandes orientations du label mentionné dans le décret du Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au label « investissement socialement responsable » ;*

*2° De proposer ou d'étudier, de sa propre initiative ou à la demande du ministre des finances, des modifications au référentiel du label et au plan de contrôle et de surveillance mentionnés à l'article 4 du décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au label « investissement socialement responsable ».*

*Elle [sic] constitue également une instance d'échange et d'expertise. »*

Présidé par Mme Nicole Notat, le comité du label ISR associe douze personnalités, nommés *intuitu personae* dans l'objectif de représenter les parties prenantes de l'ISR (cf. tableau 1). En pratique, les sessions du comité associent également les membres du comité scientifique (cf. tableau 2) ainsi que des membres invités ou observateurs<sup>5</sup>. L'AFG, le FIR et le commissariat général au développement durable (CGDD – administrateur du label Greenfin)<sup>6</sup> sont mentionnés comme invités dans l'ensemble des comptes-rendus consultés par la mission. La séance du 22 septembre 2020 a également associé les représentants des labellisateurs *EY France* et *AFNOR Certification* ainsi que l'autorité des marchés financiers (AMF) et l'ASPIM.

Selon le règlement intérieur du label, le président du comité est nommé pour un mandat de deux ans renouvelable une fois tandis que la durée du mandat des membres du comité est de trois ans renouvelable<sup>7</sup>. Les fonctions de président et de membre du comité sont exercées à titre gratuit<sup>8</sup>.

**Sans que l'articulation entre les deux instances soit clairement établie, le comité scientifique participe également aux débats sur l'évolution du label.** Le site internet du label ISR mentionne un tel comité en précisant sa composition (cf. tableau 2). Le règlement intérieur du comité du label ISR dispose que son président peut « *faire appel de façon ponctuelle à des personnalités désignées pour leurs compétences en matière de certification ou d'investissement socialement responsable pour examiner des questions techniques dans le cadre d'un comité scientifique.* » En pratique, la composition du comité scientifique est restée stable depuis la création du label, ses membres ont participé aux réunions du comité et ont conduit un travail collectif portant sur la mesure d'impact (cf. section 2.1.1).

---

<sup>5</sup> Comptes rendus des réunions du comité du label ISR.

<sup>6</sup> Seul le CGDD est nommé comme membre observateur par le règlement intérieur du label qui n'établit toutefois pas une liste limitative (article 2).

<sup>7</sup> Règlement intérieur du comité du label ISR, article 4.

<sup>8</sup> Règlement intérieur du comité du label ISR, article 5.

## Annexe II

**Tableau 1 : Composition du comité du label ISR<sup>9</sup>**

Rôle au sein du comité <sup>10</sup>	Prénom, nom	Fonction <sup>11</sup>
Présidence	M <sup>me</sup> Nicole Notat	Présidente de Vigéo Eiris
Personnalités désignées en raison de leurs compétences en matière d'épargne salariale ou de finance d'entreprise	M. Jean-Philippe Liard	Délégué fédéral à l'épargne salariale, épargne retraite, ISR au sein de la CFDT de la chimie et de l'énergie
	M. Eric Molinié	co-rédacteur du rapport interministériel sur le renforcement de la RSE, Président de la Commission éthique et déontologie du groupe EDF
	M. Geoffroy de Vienne	Membre du Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES)
Personnalités désignées en raison de leurs compétences en matière de gestion d'actifs pour compte de tiers	M <sup>me</sup> Aurélie Baudhuin	Responsable de la Recherche ISR, MeeschaertAsset Management
	M. Thierry Bogaty	Directeur d'Amundi Expertise ISR
	M. Hervé Guez	Directeur Recherche investissement responsable et Gestion sociale et solidaire, Mirova
Personnalités désignées en raison de leur expérience académique, associative ou professionnelle en matière de placements financiers, ou de défense des consommateurs et épargnants	M <sup>me</sup> Patricia Crifo	Professeur à l'École Polytechnique et à l'Université Paris X Nanterre
	M. Guillaume Prache	Directeur général de l'association européenne Better Finance
	M <sup>me</sup> Stéphanie Truquin	Économiste à l'Institut National de la Consommation (INC)
Personnalités désignées en raison de leurs compétences en matière d'investissement institutionnel ou de distribution de produits d'épargne	M <sup>me</sup> Dorothee de Kermadec-Courson	Présidente de la Commission du développement durable de la Fédération Française de l'Assurance (FFA) et Directrice Développement Durable de CNP Assurances
	M <sup>me</sup> Anne de Lanversin	Directeur commercial et Solutions financières d'AXA Epargne Retraite Entreprise
	M <sup>me</sup> Raphaèle Leroy	Responsable RSE et Entrepreneuriat social du groupe BNP Paribas

Source : Site internet du label ISR.

**Tableau 2 : Composition du comité scientifique du label ISR**

Prénom, Nom	Fonction
M <sup>me</sup> Diane-Laure Arjaliès	Professeur adjoint à l'Ivy Business School (Canada)
M. Pierre Chollet	Professeur à l'Université de Montpellier
M. Nicolas Mottis	Professeur à l'École polytechnique
M <sup>me</sup> Patricia Crifo	Professeur à l'École polytechnique et à l'Université Paris X Nanterre

Source : Site internet du label ISR.

### 1.3. La labellisation des fonds est déléguée à deux certificateurs accrédités

L'instruction et la prise de la décision de labellisation sont déléguées à des organismes certificateurs accrédités par le comité français d'accréditation (COFRAC). Aux termes des articles 5 et 6 du décret du 8 janvier 2016, il revient aux organismes dits de « certification » de rendre une décision de labellisation des fonds candidats sur la base d'un audit initial. Ils conduisent également des audits de suivi de chaque fonds labellisé à un rythme au moins annuel.

<sup>9</sup> En l'absence d'acte de nomination, les informations mentionnées dans le présent tableau sont celles diffusées sur le site internet du label ISR : <https://www.lelabelisr.fr/qui-sommes-nous/>

<sup>10</sup> Tel que défini à l'article 2 du règlement intérieur du comité du label ISR.

<sup>11</sup> Fonction occupée au moment de la nomination et affichée sur le site du label ISR au 12 novembre 2020.

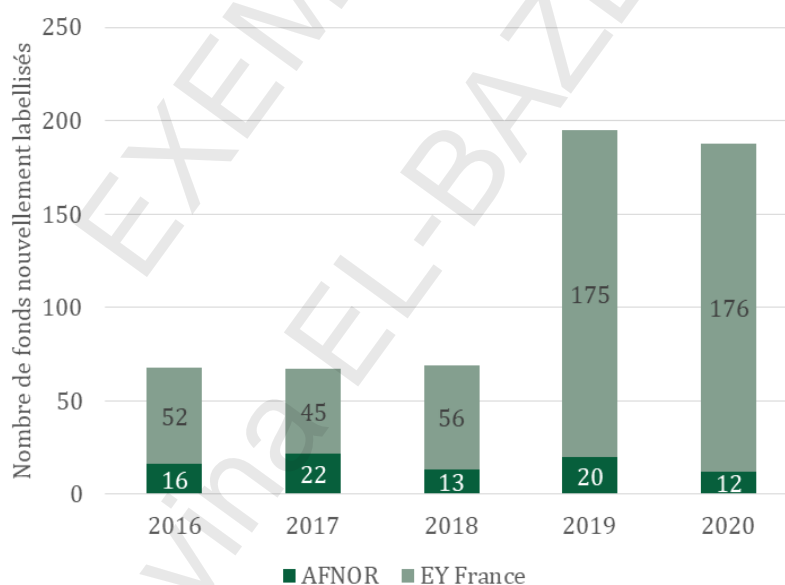
## Annexe II

La certification accordée expire au bout de trois années, aux termes desquelles un audit de renouvellement peut être conduit à la demande du fonds. Sur la base des audits, la labellisation peut être refusée, suspendue, retirée ou accordée sous conditions. Les organismes de certification peuvent imposer la mise en œuvre de mesures correctives afin de répondre à des non-conformités constatées. Le plan de contrôle et de surveillance encadre précisément les modalités d'exercice de leurs missions par les organismes de certification.

Les organismes de certification bénéficient eux-mêmes d'une accréditation, selon les règles générales définies par le code de la consommation en matière de certification de produits ou de services (art. L. 115-28)<sup>12</sup>. L'accréditation est délivrée par le comité français d'accréditation (COFRAC), instance nationale d'accréditation au sens du droit de l'Union<sup>13</sup>. Celui-ci s'assure de la capacité des organismes de certification à contrôler la conformité des produits de placement au référentiel. À ce titre, le COFRAC vérifie la conformité des organismes à la norme NF EN ISO/CEI 17065 qui concerne de manière générale la certification de produits et de services. Dans l'ensemble, ce mécanisme d'accréditation est similaire à celui d'autres labels français destinés au grand public, tels que le label rouge<sup>14</sup>.

**À ce stade, deux organismes se partagent inégalement le marché, un troisième certificateur étant en cours d'accréditation.** Deux sociétés ont fait le choix de devenir organisme de certification : *EY France* et *AFNOR certification*. Après quatre ans, le partage du marché apparaît particulièrement inégal, la part de marché du leader (*EY France*), déjà très majoritaire au lancement du label, ayant même progressé depuis (cf. graphique 1). Au 8 octobre 2020, la demande d'accréditation de la société *Deloitte* était en cours d'examen par le COFRAC, après avoir reçu un avis de recevabilité favorable<sup>15</sup>.

**Graphique 1 : Evolution de la répartition des labellisations par organisme certificateur (2016-2020)**



*Source : EY France – AFNOR Certification.*

<sup>12</sup> Ibid., article 2. Les modalités de collaboration entre l'État, propriétaire du label, et le COFRAC ont élégamment été précisés par convention.

<sup>13</sup> Règlement (CE) no 765/2008 fixant les prescriptions relatives à l'accréditation et à la surveillance du marché pour la commercialisation des produits.

<sup>14</sup> Dans le cas du label rouge, l'organisme certificateur doit toutefois être agréé par l'institut national de l'origine et de la qualité (INAO) en plus d'être accrédité par le COFRAC.

<sup>15</sup> COFRAC, *Présentation du domaine « label ISR au COFRAC*, 8 octobre 2020 (document transmis à la mission).

#### 1.4. Deux fédérations et une association de place sont chargées de la gestion des recettes et dépenses du label, intégralement affectées à la promotion

**Des recettes du label ISR sont instituées et affectées au financement de sa promotion, sans décision formalisée de la part de l'État.** Aucun texte réglementaire ou engagement contractuel de l'État n'institue de recettes du label, notamment en imposant aux sociétés de gestion de s'acquitter d'une cotisation au titre de la labellisation. Le règlement d'usage de la marque<sup>16</sup>, approuvé par le ministre des finances, ne mentionne pas de contreparties financières à son utilisation par les gérants de produits labellisés. Le référentiel du label ISR, défini par arrêté du ministre, se borne à demander l'adhésion du gérant à « *l'organisme de promotion du label* »<sup>17</sup>.

Cette adhésion se matérialise par la signature d'une convention entre les associations de promotion et la société de gestion, dont le modèle prévoit une contribution annuelle<sup>18</sup>. Les recettes issues de ces contributions sont consacrées au « *règlement des dépenses de promotion du label, dans le cadre des actions de promotion décidées par [son comité de coordination]* ».

**En pratique, la gestion de ces recettes et dépenses de promotion relève en premier lieu de l'AFG, en lien avec les autres associations de promotion et l'État.** La gestion comptable et financière de ces recettes et dépenses de promotion est confiée par les associations de promotion à la société *Asffi Edition et Communication*<sup>19</sup>, filiale de l'AFG. Un comité de coordination est toutefois prévu afin que les décisions de promotion soient prises de manière commune entre les associations de promotion et l'État (cf. section 1.2). Le comité du label ISR a également abordé la communication autour du label lors de cinq de ses huit séances<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> Règlement d'usage de la marque communautaire « label investissement socialement responsable » (n° 014756291), précit.

<sup>17</sup> Première et seconde versions du référentiel, section I.A.II

<sup>18</sup> Aux termes de l'article 1 du modèle de convention, « *lors du processus de labellisation de son/ses fonds, la Société de Gestion s'est engagée à participer à la promotion du label. Dans ce cadre, la Société de Gestion s'engage à payer une contribution annuelle dans les conditions figurant en annexe 1.* »

L'annexe 1 du modèle de convention détermine ainsi les « *modalités de contribution* » :

- *Montant annuel fixe par société de gestion :*
  - 1 500 € HT pour les sociétés de gestion gérant moins de 3 Md€ ;
  - 3 000 € HT pour les sociétés de gestion gérant plus de 3 Md€.
- *Montant annuel proportionnel aux actifs du fonds labellisé : 0,1 points de base (minimum 500 € HT – maximum : 3 000 € HT).* »

<sup>19</sup> Modèle de convention précit., article 2.

<sup>20</sup> Compte-rendus des séances du comité du label ISR du 18 janvier 2017, 27 avril 2017, 1<sup>er</sup> décembre 2017, 7 mai 2019, 22 septembre 2020.

## 2. Insuffisamment structurée et dotée, la gouvernance du label ISR s'est révélée incapable d'assurer ses missions

### 2.1. Au niveau stratégique, la gouvernance peine à maintenir la crédibilité et la pertinence du label ISR

#### 2.1.1. La gouvernance s'appuie sur une représentation large des parties prenantes mais son manque de formalisme obère sa crédibilité

**La représentation des parties prenantes au sein du comité du label ISR et du comité scientifique, bien que perfectible, ne fait pas apparaître de manques évidents et unanimement déplorés.** Les trois collègues qui composent le comité associent l'essentiel des acteurs issus des deux faces du marché auquel s'adresse le label ISR : du côté de l'offre, les sociétés de gestion et, du côté de la demande, les consommateurs et la distribution ainsi que les investisseurs institutionnels. Le comité scientifique permet également une représentation adéquate de la recherche académique sur l'ISR. Aussi les consultations conduites par la mission n'ont-elles pas permis de dégager des constats unanimes quant à un éventuel défaut de représentation au sein des comités.

Cela étant, plusieurs pistes ont pu être mentionnées pour renforcer la représentativité du comité du label ISR. Elles n'apparaissent toutefois pas convaincantes à l'examen :

- ◆ la présence des sociétés de gestion, bien que majoritairement acceptée, pose question pour certaines parties prenantes qui dénoncent un risque de conflits d'intérêts et appellent dès lors à la représentation des praticiens via les fédérations professionnelles et organisations de place. D'autres doutent au contraire de la capacité de ces dernières à adéquatement porter la diversité et le caractère opérationnel des attentes des praticiens ;
- ◆ la question d'une meilleure représentation des consommateurs et de la société civile émerge également. Cette représentation est toutefois d'ores et déjà assurée par le directeur général de l'association *Better Finance*. De surcroît, une économiste de l'Institut national de la consommation (INC) apporte son expertise en matière de relations avec les consommateurs. L'association d'ONG thématiques, actives dans le champ environnemental ou social, pourrait être envisagée<sup>21</sup> ;
- ◆ la question d'une meilleure représentation de la distribution se pose également. Des personnalités issues de plusieurs grands réseaux bancaires et assurantiels ainsi que de l'épargne salariale siègent toutefois au comité. Les fédérations professionnelles d'intermédiaires de distribution telles que les conseillers en gestion de patrimoine (CGP)<sup>22</sup> pourraient également être associées à la gouvernance ;
- ◆ la représentation des autres labels et du régulateur se pose également. Dans les faits, elle est toutefois partiellement assurée par la présence d'un membre du comité du label CIES, la nomination du CGDD comme membre observateur et le secrétariat par la DG Trésor, également administratrice du label Relance. Dans les faits, l'AMF participe également aux travaux et a même assisté à la dernière séance du comité. Un lien plus étroit avec le label Finansol pourrait être envisagé ;
- ◆ la question de la représentation des émetteurs peut aussi être posée. La possibilité d'associer aux travaux les entreprises et organisation publiques déployant des stratégies durables pour accéder aux capitaux est évoquée ;

---

<sup>21</sup> À titre de comparaison, l'association WWF siège au comité du label Greenfin.

<sup>22</sup> Par exemple, la chambre nationale des conseils experts financiers (CNCEF).

## Annexe II

- ◆ enfin l'internationalisation de la gouvernance est également mentionnée. À ce stade, les enjeux internationaux associés au label sont susceptibles d'être soulevés par les praticiens issus de sociétés à rayonnement européen ou international. Un membre du comité scientifique enseigne également à l'étranger.

**En réalité, c'est d'abord le défaut de formalisation des rôles et responsabilités qui pose problème.**

Les missions du comité du label ISR, partiellement formalisées dans son règlement intérieur, n'apparaissent pas suffisamment stabilisées en pratique :

- ◆ le rôle de conseil de l'État quant à l'évolution du cahier des charges est consacré par le règlement intérieur et ne pose pas de difficultés majeures, même si la faible capacité d'initiative du comité a pu obérer la pleine réalisation de son mandat (cf. tableau 3) ;
- ◆ au-delà de ce rôle de conseil, le règlement intérieur se borne à préciser que le comité constitue également « *une instance d'échange et d'expertise* »<sup>23</sup>. Dans ce cadre, deux missions du comité posent particulièrement problème :
  - le rôle du comité en matière de suivi de la labellisation n'est pas clair. Sur huit réunions, le comité du label a bénéficié trois fois d'un point d'information des organismes de certifications. Il ne dispose d'aucune compétence en matière de labellisation mais ses membres ont utilisé cette enceinte à plusieurs reprises pour dénoncer un défaut d'harmonisation entre les pratiques des labellisateurs (cf. tableau 3) ;
  - le rôle du comité en matière de promotion suscite également des incompréhensions. La majorité des séances du comité ont abordé ce point (cf. tableau 3) qui apparaît étroitement lié aux enjeux de fonds portant sur les exigences du label. Toutefois, l'organisation retenue dans les faits (cf. section 1.4) consiste à déléguer la promotion à un comité spécifique, auquel ne siège aucun membre de plein exercice du comité du label ISR.

La mission et les modalités de mobilisation du comité scientifique sont également incertaines. Le règlement intérieur du comité du label mentionne une mobilisation « *ponctuelle* »<sup>24</sup>, à l'initiative du président. Dans les faits, l'analyse des comptes-rendus montre que les contributions du comité scientifique relèvent essentiellement de son initiative propre, en particulier le travail mené sur la mesure d'impact, annoncé par les membres du comité scientifique le 1<sup>er</sup> décembre 2017.

**Plus concrètement, c'est aussi le défaut de formalisation des processus et modalités de fonctionnement qui obère la crédibilité de la gouvernance.** À ce titre, trois lacunes principales doivent être mentionnées :

- ◆ l'absence de tout formalisme dans les nominations a permis une prolongation en partie implicite des mandats, facteur d'incertitude pour les membres et de discontinuité dans les travaux<sup>25</sup> ;
- ◆ la transparence des débats et des décisions est particulièrement faible. Les comptes-rendus du comité du label ne sont pas publiés sur le site internet, aucune information sur la vie de la gouvernance n'est apportée à l'épargnant et aux sociétés de gestion non-représentées ;

---

<sup>23</sup> Article 2.

<sup>24</sup> Article 2.

<sup>25</sup> Le compte rendu de la séance du 7 mai 2019 mentionne ainsi la date butoir de septembre 2019 pour le « *renouvellement de l'instance* ».

## Annexe II

- ◆ aucune règle de gestion des conflits d'intérêt n'a été définie afin d'encadrer la participation directe de sociétés de gestion labellisées aux travaux du comité. Certes, la labellisation des fonds ne relève pas de la compétence du comité<sup>26</sup>. Toutefois, la proposition des grandes orientations du label et de ses exigences n'est pas sans implications pour les modèles d'affaires des sociétés parties prenantes. Si un système de déport ne semble pas nécessaire en l'absence d'évocation de cas particuliers, des règles plus précises de rotation entre les membres et de représentation alternée des différents intérêts au sein de l'industrie pourraient être envisagées.

### 2.1.2. Surtout, la gouvernance a manqué de moyens pour faire évoluer le label avec les attentes des épargnants et les pratiques de l'industrie

**La gouvernance n'a pas su contribuer à une évolution partagée du contenu du label.** Après quatre ans d'exercice, le bilan d'une gouvernance effacée s'impose, comme en témoigne le tableau 3 qui reprend l'ensemble des points évoqués lors des huit réunions du comité du label.

Sur le fond, la gouvernance n'a pas été en mesure d'apporter des solutions aux difficultés du label, pourtant relevées par les membres lors des séances du comité. Il s'agit notamment du défaut d'auditabilité du référentiel, de la perspective de plus de transparence quant à l'exposition des fonds à des secteurs controversés, de l'inscription du label ISR dans son environnement réglementaire ou encore de son articulation avec les autres labels français et européens.

Concrètement, deux séries de modifications du référentiel ont abouti sur ces quatre années. Si un tel rythme de modification n'apparaît pas insuffisant, c'est l'incapacité de ces révisions à résoudre les problèmes identifiés, de manière efficace et avec un soutien large des acteurs, qui est regrettée :

- ◆ la première révision du référentiel, intervenue en 2018<sup>27</sup>, n'a introduit que des modifications techniques, à l'exception des nouvelles règles applicables aux actifs souverains ;
- ◆ la seconde révision du référentiel (dite « V2 ») introduit des modifications plus importantes dont une majeure concernant la mesure de la performance ESG des fonds (pilier VI). Si cette modification constitue une étape dans la prise en compte du besoin de mesure d'impact signalé à diverses reprises et exploré par le comité scientifique dans un rapport de 2018<sup>28</sup>, elle n'a pas permis de fédérer en sa faveur un soutien large des parties prenantes. Dans sa séance du 24 juin 2019, le comité du label ISR avait pourtant examiné cette modification et les autres. Plus fondamentalement, plusieurs questions de fonds incontournables restent en suspens en particulier celle de l'objectif même du label (cf. annexe I) ou, plus spécifiquement, celle des exclusions (cf. annexe III)<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> Article 1 du règlement du comité du label ISR.

<sup>27</sup> Compte rendu du comité du label ISR du 11 novembre 2018.

<sup>28</sup> *Mesure d'impact et label ISR : analyse et recommandations*, Diane-Laure Arjaliès, Pierre Chollet, Patricia Crifo, Nicolas Mottis, 21 septembre 2018.

<sup>29</sup> Par un courrier en date du 4 septembre 2019 adressé au ministre des finances, la présidente du comité indique « l'opportunité d'obliger les fonds labellisés à indiquer leur exposition à des secteurs spécifiques (« controversés » ou verts) a été débattue au sein du comité. Il a toutefois semblé prématuré à ce stade d'établir une liste de secteurs alors que les travaux en cours au niveau européen concernant la définition des activités durables (règlement taxonomie) se poursuivent. Plus fondamentalement, il nous semble que le label ISR doit rester indépendant de cette taxonomie ».



**Cette incapacité du comité à faire émerger, de manière précise et consensuelle, les solutions propres à maintenir dans le temps la pertinence du label s'explique aussi par un défaut de formalisation.** Ce dernier, mentionné *supra* (cf. section 2.1.1), affecte non seulement la crédibilité mais également l'efficacité de la gouvernance. La définition imprécise des rôles et responsabilités obère la mobilisation des expertises de chacun, en particulier celles du comité scientifique. L'absence de programmes de travail formalisés et mis en œuvre contraint également la continuité et la profondeur des travaux. Un programme de travail avait été proposé par la DG Trésor pour l'année 2019 mais ses deux éléments principaux, qui portaient sur le rythme de réunions et la création de groupes de travail, n'ont pas été mis en œuvre.

**Mais la cause principale de ces dysfonctionnements réside dans un défaut de moyens affectés à l'animation des comités.** Le bureau FINENT1 de la DG Trésor assure le secrétariat du comité du label et plus largement l'animation du dispositif à partir d'environ 0,5 équivalent temps-plein (ETP)<sup>30</sup>. Ces missions impliquent à la fois l'organisation logistique des réunions du comité du label, l'établissement de ses ordres du jours et comptes-rendus, la réponse aux questions provenant des labellisateurs et des sociétés de gestion ainsi que l'analyse au fond des perspectives d'évolution du label. Aussi le défaut de formalisation doit-il être vu, en partie au moins, comme la conséquence d'un manque de moyens.

Dans ces conditions, il apparaît difficile de susciter un travail approfondi et continu de la gouvernance du label. À cet égard, l'insuffisance du rythme des réunions est emblématique. Certes, l'obligation de tenir au moins une réunion par an<sup>31</sup> a été tenue mais seulement huit réunions en quatre années ont eu lieu. Avec trois séances, l'année 2019 a connu le niveau d'activité le plus élevé (avec l'année 2017), sans pour autant atteindre l'objectif de quatre réunions proposé par la DG Trésor fin 2018.

**En somme, la gouvernance stratégique pâtit d'un double manque de formalisme et de moyens qui expose le label ISR à un double risque, déjà en partie réalisé, de perte de crédibilité et de pertinence.** *In fine*, c'est aussi la réputation de l'État, propriétaire du label, qui est en jeu.

---

<sup>30</sup> Selon les informations transmises à la mission, une adjointe au chef de bureau est spécifiquement chargée du label ISR sans que celui-ci ne représente l'intégralité de son portefeuille.

<sup>31</sup> Article 7 du règlement intérieur du comité du label ISR.

## Annexe II

**Tableau 3 : Date, participations et contenu des réunions du comité de label ISR depuis sa création (2016-2020)**

Date	Participants	Contenu des échanges
18 jan. 2017 (16h-18h30)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Membres présents : 12</li> <li>▪ Membre excusé : 1</li> <li>▪ Membres du comité scientifique présents : 2</li> <li>▪ Invités : AFG, FIR, CGDD<sup>32</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Adoption du règlement intérieur</li> <li>▪ Programme de travail du comité scientifique : annonce d'un projet sur les indicateurs d'impact, mention d'un besoin d'expertise sur d'autres sujets (classes d'actifs concernés et notamment le non côté, gestion passive, lien avec la distribution)</li> <li>▪ Audition des organismes de certification : mention des principales difficultés de labellisation sur l'année écoulée (besoin de précision du référentiel)</li> <li>▪ Evolution du cahier des charges : audition de l'AFIC (France Invest) et de l'ASPIM (annonce du lancement des travaux sur les fonds immobiliers)</li> <li>▪ Présentation par l'AFG et le FIR du dispositif retenu pour la promotion du label</li> </ul>
27 avr. 2017 (10h-12h30)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Membres présents : N.C.</li> <li>▪ Membres excusés : N.C.</li> <li>▪ Membres du comité scientifique présents : N.C.</li> <li>▪ Invités : N.C.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ État des lieux des fonds labellisés (76 pour 15 Md€)</li> <li>▪ Présentation des actions et de la stratégie de promotion : ciblage prioritaire des distributeurs, mention de l'importance des relais (site « la finance pour tous », salon Patrimonia) et de la formation des distributeurs</li> <li>▪ Evolution du cahier des charges :               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ proposition par la DG Trésor d'une foire aux questions (FAQ) suite aux interrogations des certificateurs</li> <li>○ propositions par la DG Trésor de modifications du référentiel en réponse aux besoins de précision des certificateurs : extension de l'éligibilité des actifs souverains sous réserve de leur évaluation ESG, diverses modifications ponctuelles à des fins de précisions</li> <li>○ annonce du lancement d'un groupe de travail commun AFG-ASPIM sur l'extension du label aux fonds immobiliers</li> <li>○ proposition d'un groupe de travail sur les indicateurs (pilier VI), mention du défaut de maturité de ce sujet</li> </ul> </li> </ul>
1 <sup>er</sup> déc. 2017 (15h00-17h30) <sup>33</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Membres présents : N.C.</li> <li>▪ Membres excusés : N.C.</li> <li>▪ Membres du comité scientifique présents : N.C.</li> <li>▪ Invités : N.C.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Audition des organismes de certification : bilan de l'année écoulée, anticipation des premiers audits de suivi</li> <li>▪ Présentation par l'AFG et le FIR des résultats d'un questionnaire envoyé aux sociétés de gestion de fonds</li> <li>▪ Lancement des travaux du « groupe de travail impact » (initiative du comité scientifique pour réfléchir à l'évolution du pilier VI dédié aux indicateurs)</li> <li>▪ Présentation par l'AMF de son « Rapport sur l'investissement responsable dans la gestion collective »</li> <li>▪ Point d'étape sur la promotion du label</li> </ul>
11 nov. 2018 <sup>34</sup> (14h30-17h30)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Membres présents : 10</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Publication d'une nouvelle version du cahier des charges validée par arrêté du ministre : modifications techniques (sauf actifs souverains) proposées lors de la réunion du 1<sup>er</sup> décembre 2017</li> <li>▪ Présentation de l'amendement à la loi PACTE prévoyant des obligations de présentation d'unités de compte labellisées ISR</li> </ul>

<sup>32</sup> Malgré leur audition, les organismes de certification ne sont mentionnés parmi les invités.

<sup>33</sup> La mission n'a pas été destinataire du compte-rendu de cette réunion mais uniquement de son ordre du jour.

<sup>34</sup> Le compte rendu mentionne le 11 novembre 2018 tandis que le dossier d'archive de la DG Trésor mentionne une réunion le 16 novembre 2018.

## Annexe II

Date	Participants	Contenu des échanges
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Membres excusés : 2<sup>35</sup></li> <li>▪ Membres du comité scientifique présents : 3</li> <li>▪ Invités : AFG, FIR, CGDD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Présentation de la position française et des discussions en cours sur les projets de règlement européen <i>Disclosure et Benchmark</i></li> <li>▪ Articulation entre le label ISR et le label TEEC (<i>Greenfin</i>) :               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ bilan de la consultation informelle des acteurs de la place par la DG Trésor et le CGDD à l'été,</li> <li>○ propositions d'une publication semestrielle commune et de rencontres entre les présidences des deux labels</li> <li>○ évocation par certains membres des modalités d'une meilleure articulation des deux labels : « tronc commun » et déclinaisons thématiques, piste d'un logo unique</li> </ul> </li> <li>▪ Proposition par la DG Trésor d'un plan de travail pour l'année 2019 :               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ objectif de quatre réunions (mars, juin, octobre, décembre)</li> <li>○ constat que le lien entre le ministère des finances et les acteurs paraît distendu et irrégulier</li> <li>○ volonté de replacer le comité du label ISR au cœur du dispositif</li> <li>○ proposition de groupes de travail thématiques au sein du comité (notamment sur l'harmonisation des conditions de labellisation)</li> </ul> </li> <li>▪ Présentation par le comité scientifique du rapport sur les indicateurs d'impact</li> <li>▪ Discussion de l'extension du label aux fonds professionnels</li> <li>▪ Proposition d'amendement du cahier des charges portant sur la transparence quant aux résultats de la stratégie ESG</li> <li>▪ Point d'étape sur les travaux d'extension du label aux fonds immobiliers (choix d'une approche d'amélioration de l'actif)</li> </ul>
21 mar. 2019 (16h00-18h30)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Membres présents : 9</li> <li>▪ Membres excusés : 3</li> <li>▪ Membres du comité scientifique présents : 2</li> <li>▪ Invités : AFG, FIR, CGDD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Retour sur la lettre adressée au ministre par le comité scientifique et dénonçant les dysfonctionnements de la gouvernance du label</li> <li>▪ Point d'étape sur les travaux d'extension du label aux fonds immobiliers</li> </ul>
7 mai 2019 (10h30-13h00)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Membres présents : 9</li> <li>▪ Membres excusés : 3</li> <li>▪ Membres du comité scientifique présents : 2</li> <li>▪ Invités : AFG, FIR, CGDD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Présentation des actions menées par le comité de promotion du label en 2017 (ciblage des CGP, stand au salon Patrimonia, spot publicitaire sur BFM business), 2018 (ciblage du grand public, refonte du site interne, réseaux sociaux, affichages, spots radios) et 2019 (publicité sur internet affichage dynamique dans les gares), récapitulatif des dépenses et recettes de promotion depuis octobre 2016</li> <li>▪ Propositions techniques d'évolution du référentiel, sur la base d'une consultation des acteurs : fonds convertibles, dette souveraine, équivalence avec les labels étrangers, publication de l'exposition du fonds à des activités controversées, transparence sur les votes</li> <li>▪ Point d'étape sur les travaux d'extension du label aux fonds immobiliers : choix de l'ajout d'une partie dédiée au sein du référentiel</li> </ul>

<sup>35</sup> À partir de cette date, M<sup>me</sup> Dorothee de Kermadec-Courson n'est plus mentionnée dans les présences, suite à son départ en retraite : le comité du label est ainsi de fait réduit à douze membres, y compris la présidence. Le nom de M<sup>me</sup> Dorothee de Kermadec-Courson n'est toutefois pas retiré de la liste des membres du comité du label publiée sur le site internet.

## Annexe II

Date	Participants	Contenu des échanges
24 juin 2019 (16h30-19h00)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Membres présents : 9</li> <li>▪ Membres excusés : 3</li> <li>▪ Membre du comité scientifique présent : 1</li> </ul> Invités : AFG, FIR, CGDD	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tour d'actualité sur les labels : changement d'appellation du label TEEC, poursuite du travail d'extension du label ISR aux fonds immobiliers, projet d'Ecolabel européen pour les produits financiers</li> <li>▪ Discussion des propositions d'évolution du cahier des charges formulées par le FIR et l'AFG :               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Extension des critères d'éligibilité (mandats, fonds professionnels, assurance-vie, livrets)</li> <li>○ Renforcement de la transparence (inventaire du portefeuille, exposition à des secteurs controversés)</li> <li>○ Renforcement de la mesure d'impact (comparaison avec le benchmark et engagement de meilleure performance)</li> </ul> </li> <li>▪ Proposition par la DG Trésor de rédiger un projet de lettre adressée par la présidente au ministre et proposant les évolutions du référentiel adoptées lors de la séance</li> </ul>
22 sept. 2020 (14h00-16h30)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Membres présents : 10</li> <li>▪ Membre excusé : 1<sup>36</sup></li> <li>▪ Membres du comité scientifique présents : 2</li> </ul> Invités : AFG, FIR, CGDD, ASPIM, AMF, EY, AFNOR	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Présentation de la mission d'évaluation du label ISR confiée à l'inspection générale des finances (IGF)</li> <li>▪ Présentation du nouveau référentiel du label ISR publié le 23 juillet 2020</li> <li>▪ Bilan d'activité des organismes certificateurs</li> <li>▪ Présentation de la doctrine ESG de l'AMF</li> <li>▪ Discussion sur les prochaines évolutions du label ISR (question de l'impact)</li> </ul>

Source : Comptes-rendus des comités du label transmis à la mission 13 novembre 2020.

<sup>36</sup> Le compte-rendu ne fait pas mention de M<sup>me</sup> Anne de Lanversin, ni parmi les présents ni parmi les membres excusés, d'où 11 membres au total.

## 2.2. Au niveau opérationnel, la gouvernance ne permet pas de garantir la précision des exigences et l'uniformité de leur mise en œuvre

### 2.2.1. Aucun dispositif n'est prévu pour préciser et garantir une interprétation uniforme du label

**En premier lieu, aucun mécanisme de communication entre la gouvernance stratégique du label et les labellisateurs n'est formellement institué afin de répondre aux questions concrètes tenant à la mise en œuvre du référentiel.** Dans les faits, les labellisateurs sont conduits à exercer, en plus de leur mission de contrôle, un rôle de réponse aux questions des fonds candidats, ce qui peut apparaître problématique au regard de leur devoir d'impartialité et de l'incompatibilité qui en résulte entre les fonctions d'audit et de conseil. La DG Trésor est également destinataire de questions provenant des labellisateurs et des sociétés de gestion. Lorsqu'elle est en mesure de répondre, elle le fait de manière bilatérale, sans diffusion et agrégation des réponses au sein d'un document d'application, par exemple une « *foire aux questions* » (FAQ) ou un guide de l'audit.

Aussi les labellisateurs ont-ils fait part, notamment lors de la séance du 22 septembre 2020, de leur souhait de voir élaborer et diffuser un guide de l'audit susceptible d'apporter une réponse précise aux questions qui peuvent naître en pratique des ambiguïtés du référentiel et, dans une moindre mesure, du plan de contrôle.

**En second lieu, aucun dispositif n'est institué pour assurer une mise en œuvre uniforme, quand bien même les dispositions du référentiel seraient parfaitement précisées.** Les organismes de certification bénéficient en effet, dans l'organisation actuelle, d'une compétence pleine et entière pour décider de la labellisation des fonds. Le rôle du COFRAC consiste à s'assurer que les certificateurs disposent bien des moyens nécessaires au contrôle effectif des dispositions du référentiel. Une fois rendue, la décision de labellisation n'est pas revue par le comité ou son secrétariat.

### 2.2.2. Il en résulte un risque de segmentation du label

**Ce défaut d'encadrement de la labellisation alimente d'abord le risque d'un écart croissant entre les objectifs poursuivis par la gouvernance stratégique du label et la mise en œuvre effective du dispositif.** L'éloignement des niveaux stratégiques et opérationnels obère la capacité du label à atteindre ses objectifs. Finalement c'est la fiabilité de la garantie apportée par le label à l'épargnant qui est remise en cause.

**De plus, entre les labellisateurs, un risque de segmentation du label doit également être noté.** Lors des consultations conduites par la mission, plusieurs parties prenantes ont mentionné une différence d'appréciation des deux organismes s'agissant de la possibilité de labelliser des fonds dits « *passifs* ». Cette divergence d'interprétation a même été portée à l'attention de la directrice générale du Trésor<sup>37</sup>. Elle n'a toutefois pas pu être objectivée par la mission, aucun des deux labellisateurs ne confirmant avoir refusé une labellisation sur le fondement du caractère passif ou indiciel de la gestion.

En tout état de cause, alors que leur nombre est appelé à croître, ce risque de segmentation du label entre les certificateurs deviendra plus prégnant. L'entrée de la société *Deloitte* sur le marché pose avec une acuité renouvelée la question de l'harmonisation des conditions de labellisation.

---

<sup>37</sup> Lettre du président du FIR à la directrice générale du Trésor, en date du 10 mars 2020.

## 2.3. Sur le plan financier, l'organisation apparaît également insuffisamment formalisée au regard de la croissance des enjeux

### 2.3.1. La gestion des recettes du label et des dépenses de promotion auxquelles elles sont affectées est très faiblement formalisée

**L'absence de convention entre l'entité gestionnaire des recettes du label et l'État, pourtant propriétaire de la marque à partir de laquelle elles sont engendrées, constitue une zone de risque importante.**

Comme indiqué *supra* (cf. section 1.4), aucun droit de labellisation ou redevance d'usage de la marque n'est directement institué par l'État, en qualité de propriétaire du label. Toutefois, l'adhésion à l'organisme de promotion, rendue obligatoire par le référentiel<sup>38</sup>, se matérialise par le paiement d'une contribution annuelle, prévue par engagement contractuel entre la société de gestion du fonds labellisé et les associations de promotion. Ces dernières assurent la gestion des sommes, en lien avec l'État dont l'association est prévue au sein d'un comité de coordination.

La nature même de ces ressources est toutefois incertaine. À ce stade, l'organisation repose sur leur nature privé dans la mesure où elles résultent d'un accord contractuel entre deux personnes de droit privé. Pourtant, il pourrait être envisagé de concevoir ces recettes comme des redevances d'usage de la marque « label ISR », partie intégrante du patrimoine immatériel de l'État. En effet, le versement de ces contributions constitue, dans les faits, une condition de labellisation, même si elle n'est pas directement prévue par le référentiel.

Une telle conception conduirait à qualifier ces sommes de deniers publics. Il en résulterait un risque de gestion de fait, à la fois en recettes et en dépenses, le recouvrement et le versement de ces ressources s'effectuant sans titre légal, c'est-à-dire sans habilitation des associations de promotion par l'État. S'il ne revient pas à la mission de déterminer la nature de ces fonds et d'apprécier la matérialité effective du risque de gestion de fait en l'espèce, l'organisation actuelle présente en tout état de cause une zone de risque qu'il est indispensable de résorber.

**La seconde zone de risque a trait à l'absence de sanctuarisation des dépenses au sein d'une structure dédiée.** Selon les informations collectées par la mission, les dépenses sont directement exécutées par l'AFG à partir d'un compte ségrégué. La gestion des ressources du label ISR ne s'appuie pas sur une structure dédiée, au détriment de la lisibilité de la gestion pour le reste des parties prenantes – en particulier les autres associations de promotion et les membres du comité du label.

**Enfin, un défaut de formalisation affecte aussi le reporting qui est fait à l'ensemble de la gouvernance s'agissant des recettes et de leur usage.** La mission a été destinataire des tableaux emplois-ressources établis par l'AFG pour les années 2017, 2018 et 2019. Aucun rapport de gestion formalisé n'a toutefois été communiqué. Selon les comptes-rendus du comité du label ISR, un seul point d'information à dimension financière a concerné la promotion du label<sup>39</sup>, les autres points d'information n'abordant que les démarches de communication entreprises. Aussi la séance du 22 septembre 2020 a-t-elle donné l'occasion à deux membres du comité du label et du comité scientifique de « critiquer le manque de transparence du comité de promotion en questionnant la mise en concurrence de la nouvelle agence de communication, le manque de contrôle des recettes et des dépenses du comité en soulignant la nécessité d'établir de nouvelles règles »<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> Référentiel du label ISR, IA.II

<sup>39</sup> Compte-rendu de la séance du comité du label ISR du 7 mai 2019.

<sup>40</sup> Compte-rendu de la séance du comité du label ISR du 22 septembre 2020.

### 2.3.2. Ce défaut de formalisation est à l'origine de risques croissants à mesure que les recettes augmentent

**La diffusion accélérée du label, tant en terme de fonds que de sociétés de gestion, se solde par des ressources annuelles en forte augmentation.** Le rythme de labellisation s'est notablement accéléré à partir de 2019. Les recettes du label ont mécaniquement augmenté (cf. tableau 4 et graphique 2). En raison des modalités de facturation, les informations transmises par l'AFG ne permettent pas de chiffrer précisément les cotisations générées chaque année. Toutefois, l'évolution des recettes encaissées et à encaisser témoignent bien du dynamisme des ressources dégagées par le label. Les dépenses de promotion augmentent également sans toutefois parvenir à suivre le rythme des recettes. Il en résulte l'accumulation d'un solde croissant (près de 486 K€ au 31 août 2020 dont près de 307 K€ de trésorerie).

**Cette situation, marquée par une gestion financière à la fois peu formalisée et pourtant confrontée à des enjeux croissants, constitue une fragilité importante du label.** Il ne rentrait pas dans le mandat de la mission de conduire une vérification des comptes de l'organisme de promotion. Toutefois, l'analyse des ressources et de leurs modalités de gestion fait apparaître *a minima* trois éléments de fragilisation du label :

- ◆ en premier lieu, cette gestion financière suscite la critique de certains membres de la gouvernance et de sociétés de gestion contributrices, au risque de fragiliser la mobilisation des institutions financières en faveur du label ;
- ◆ par ailleurs, le défaut de prise en compte des apports des différentes parties prenantes dans la gestion financière pourrait nourrir une affectation inefficace ou inefficente des fonds ;
- ◆ enfin, le défaut de transparence dans la gestion financière pourrait être assimilé à un défaut d'exemplarité, d'où un risque de réputation pour le label et ses parties prenantes, au premier rang desquelles l'État.

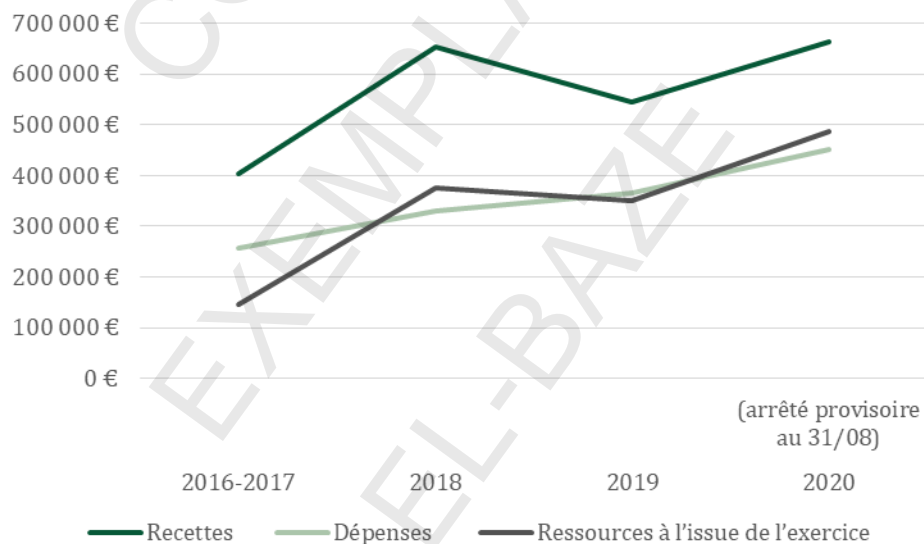
Annexe II

Tableau 4 : Recette, dépenses et soldes de l'organisme de promotion du label ISR (en euros)

	2016-2017	2018	2019	2020 (arrêté provisoire au 31/08)
<b>Ressources au début de l'exercice</b>	-	<b>146 598,03</b>	<b>374 482,69</b>	<b>350 795,44</b>
<i>Dont trésorerie</i>	-	50 652,94	169 793,46	275 223,45
<i>Dont restant à encaisser</i>	-	95 945,09	204 689,23	75 571,99
<b>Recettes<sup>41</sup></b>	<b>402 954,39</b>	<b>654 093,08</b>	<b>545 343,78</b>	<b>662 647,77</b>
<i>Dont encaissées</i>	307 009,30	437 890,85	460 231,79	341 495,05
<i>Dont évolution du reste à encaisser<sup>42</sup></i>	95 945,09	216 202,23	85 111,99	321 152,72
<b>Dépenses</b>	<b>256 356,36</b>	<b>330 263,33</b>	<b>364 941,80</b>	<b>452 096,33</b>
<i>Dont décaissées</i>	256 356,36	318 750,33	354 801,80	309 104,33
<i>Dont évolution du reste à décaisser<sup>43</sup></i>	-	11 513,00	9 540,00	142 992,00
<b>Ressources à l'issue de l'exercice</b>	<b>146 598,03</b>	<b>374 482,69</b>	<b>350 795,44</b>	<b>485 774,89</b>
<i>Dont trésorerie</i>	50 652,94	169 793,46	275 223,45	307 614,17
<i>Dont reste net à encaisser<sup>44</sup></i>	95 945,09	204 689,23	75 571,99	178 160,72

Source : AFG, tableaux emplois ressources transmis à la mission.

Graphique 2 : Evolution des dépenses, recettes et ressources de l'organisme de promotion du label ISR (2016-2020)



Source : AFG, tableaux emplois ressources transmis à la mission.

<sup>41</sup> Les informations transmises par l'AFG ne permettent pas de calculer précisément les cotisations dues par les entités labellisées au titre de chaque année, l'échéance de facturation n'étant pas systématiquement synchronisée avec l'exercice comptable.

<sup>42</sup> Le reste à encaisser est défini comme la somme des cotisations non-acquittées pour l'année en cours et les exercices précédents.

<sup>43</sup> Le reste à décaisser est défini comme la somme des dépenses engagées non-exécutées pour l'année en cours et les exercices précédents.

<sup>44</sup> Il s'agit du solde des engagements de recettes et dépenses à la clôture des exercices. Sur les quatre années, un reste à décaisser n'a jamais été constaté.



### 3. La comparaison avec les autres labels européens permet d'identifier certains facteurs contribuant à une organisation efficace

#### 3.1. Le rôle de l'État relève des spécificités nationales, sans qu'une leçon générale et univoque puisse être tirée

Le parangonnage européen fait apparaître plusieurs niveaux d'implication de l'État (cf. annexe IV) :

- ◆ les labels ISR, Greenfin et Umweltzeichen font apparaître le plus haut niveau d'implication de l'État, ce dernier étant directement propriétaire du label. Dans ses trois cas, l'État a créé le dispositif, homologue les exigences du label et institue sa gouvernance. Le label ISR et le label Greenfin sont également gérés et animés par des services de l'État (respectivement la DG Trésor et le CGDD), contrairement au label *Umweltzeichen* qui confie sa gestion à l'association des consommateurs autrichiens. Toutefois, ce dernier réserve la décision formelle de labellisation au ministère de l'environnement tandis que, s'agissant des labels ISR et *Greenfin*, elle est entièrement déléguée à des certificateurs indépendants ;
- ◆ les labels Luxflag et Nordic Swan relèvent de démarches collectives parrainées par l'État. La propriété et la gestion du label, la définition de son contenu et son attribution relève d'une structure associative, dans laquelle l'État exerce un rôle mineur, limité à son association aux décisions de modification des référentiels les plus stratégiques ;
- ◆ enfin les labels *Towards Sustainability* et *FNG-Siegel* relèvent de démarches purement collectives, sans implication de l'État. Ces deux labels sont issues de démarches de place, le label belge ayant été créé par la fédération nationale des acteurs financiers tandis que le label allemand a été créé à l'initiative de l'équivalent local du forum pour l'investissement responsable (FNG).

**Dans la mesure où un objectif de politique publique est défini, l'implication des pouvoirs publics doit être considérée de manière pragmatique, en fonction du rapport des épargnants à l'État et de la capacité des acteurs financiers nationaux à converger.** Le parangonnage européen ne livre pas de meilleures pratiques en ce domaine. L'implication de l'État peut admettre une dimension historique, notamment lorsque le label de finance durable s'est inséré dans le cadre d'un label généraliste, créé par l'État (*Umweltzeichen* et *Nordic Swan*). En tout état de cause, seule la crédibilité du dispositif compte, l'implication de l'État étant parfois mais pas systématiquement nécessaire à cet égard.

#### 3.2. L'indépendance des labels vis-à-vis de l'industrie financière peut être assurée de différentes manières mais elle reste un facteur clé de crédibilité

**Lorsqu'elle est forte, l'implication de l'État est conçue comme la garantie de l'indépendance du label vis-à-vis des acteurs financiers dont il a à certifier les produits.** C'est la solution retenue par les labels ISR, *Greenfin* et *Umweltzeichen*.

**Les démarches collectives assoient leur impartialité et leur crédibilité sur des structures et des comitologies indépendantes** (cf. tableau 5). Même lorsqu'ils sont créés à l'initiative des acteurs financiers locaux, ces labels sont confiés à des associations indépendantes de la fédération nationale des acteurs financiers (CLA pour le label belge) ou du forum local pour l'investissement responsable (QNG pour le label allemand). Lorsqu'une logique de représentation du secteur financier est maintenue (*Towards Sustainability* et *Luxflag ESG*), la comitologie de ces structures accorde aux acteurs non financiers au moins la moitié des sièges. Dans le cas de FNG Siegel, la comitologie est très resserrée, autour de quatre membres indépendants et non représentatifs.

Tableau 5 : Indépendance des labels européens vis-à-vis de la sphère financière

<b>Label ISR</b>	Elle est assurée par la détention du label par les pouvoirs publics.
<b>Umweltzeichen</b>	
<b>Greenfin</b>	
<b>Towards Sustainability</b>	L'association de place <i>Febelfin</i> a créé une entité indépendante (CLA) dont les instances de décisions comportent un nombre plus important d'experts que de membres du secteur financier et s'appuient sur des consultations des parties prenantes.
<b>LuxFLAG ESG</b>	<i>LuxFLAG</i> a mis en place un conseil d'administration mixte (privé/public) appuyé par une communauté d'experts financiers non représentatifs du marché de la gestion d'actifs.
<b>Nordic Swan</b>	<i>Nordic Swan</i> a fait le choix d'instance de décisions non représentatives qui s'appuient sur des consultations larges des parties prenantes.
<b>FNG Siegel</b>	L'association de place a créé une entité indépendante et une comitologie non-représentative appuyée par des chercheurs de l'Université de Hambourg.

Source : Mission.

### 3.3. L'animation d'un label nécessite des moyens permanents propres

Tous les labels européens à l'exception des labels ISR et Greenfin s'appuient sur une structure permanente, dotés de moyens propres. Le label *Umweltzeichen*, également propriété de l'État, est lui-même doté de moyens propres dans la mesure où il est administré par l'ACA, association des consommateurs autrichiens. En moyenne et sans que la mission ait pu avoir accès à des informations détaillées en la matière, un à deux ETP sont chargés de la gestion du label : l'animation de sa gouvernance, le suivi de ses attributions, l'élaboration de son contenu.

Au-delà d'une équipe de permanents, les labels européens s'appuient aussi souvent sur une comitologie plus étoffée, plusieurs niveaux de décisions étant distingués. À titre d'exemple, le label *Towards sustainability* s'appuie à la fois sur le conseil d'administration de l'association CLA, doté d'une compétence générale, sur une commission d'éligibilité, chargé de préparer les décisions de labellisation et sur une commission consultative chargé de proposer les évolutions du référentiel. Une logique similaire se retrouve également dans la gestion du label *Nordic Swan*. Le label *FNG-Siegel* s'appuie sur l'association QNG, un comité indépendant d'orientation du label et une équipe d'audit constituée de chercheurs de l'université de Hambourg.

### 3.4. Un lien fort apparaît nécessaire entre les échelons stratégiques et opérationnels du label

Au niveau européen, tous les labels à l'exception des labels ISR et *Greenfin* réservent la décision de labellisation à la structure chargée de la gestion et de l'orientation du label. Deux modèles peuvent toutefois être distingués :

- ◆ la labellisation peut être réalisée entièrement en interne, à partir des moyens propres du label (*Nordic Swan* et *Luxflag*) ;
- ◆ la labellisation peut être décidée par la gouvernance du label, sur la base d'un rapport d'audit externalisé à un organisme privé ou une université (*FNG-Siegel*, *Umweltzeichen*, *Towards Sustainability*).

### 3.5. Dans la majorité des cas, les recettes du label sont affectées à sa gestion et non uniquement à sa promotion

À l'exception des labels d'Etat, tous les labels de finance responsable en Europe s'appuient sur des recettes propres pour le financement de leur gestion (cf. tableau 6). Dans une majorité des cas, les recettes financent également la promotion du label.

**Tableau 6 : Gestion financière des labels européens**

<b>Label ISR</b>	Les recettes du label ISR contribuent exclusivement à la promotion du label.
<b>Greenfin</b>	La gouvernance de Greenfin ne perçoit pas de recettes : les fonds payent directement les labellisateurs accrédités.
<b>Towards Sustainability</b>	Les recettes du label sont redirigées vers la gestion du label.
<b>FNG Siegel</b>	Les recettes du label contribuent à sa gestion et à sa promotion.
<b>LuxFLAG ESG</b>	
<b>Nordic Swan</b>	
<b>Umweltzeichen</b>	Les recettes du label servent à la promotion du label.

*Source : Mission.*

#### **4. Une réforme de la gouvernance est indispensable pour mettre les parties prenantes en responsabilité et en capacité de maintenir dans la durée l'exemplarité, la pertinence et la fiabilité du label ISR**

##### **4.1. Si un objectif de politique publique est poursuivi, la propriété du label doit rester à l'État**

###### **4.1.1. Si le label n'était pas doté d'un objectif de politique publique, le retrait de l'État devrait être organisé rapidement**

Si le label devait se limiter à l'harmonisation et à la promotion des pratiques de l'industrie, il conviendrait d'encourager une démarche de place. Ainsi qu'il est développé en annexe I au présent rapport, le choix d'un tel objectif de clarification de l'offre n'implique pas d'aller à l'encontre des incitations de marché. Un tel label pourrait dès lors être détenu et animé par les acteurs financiers.

Il apparaîtrait même nécessaire d'assurer le retrait de l'État afin de ne pas altérer la sincérité du signal transmis au consommateur. En effet, le soutien de l'État donne au label ISR un caractère de politique publique, il suggère à l'épargnant que les produits labellisés servent un objectif d'intérêt général. Or, ce dernier ne peut être réductible à la clarification d'une offre commerciale, fût-elle confuse. Dès lors, s'il était décidé de renoncer explicitement à un objectif de réallocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable, il conviendrait pour l'État d'organiser le transfert du label ISR aux acteurs de place.

Une telle démarche de place devrait relever d'un format le plus inclusif possible. Il appartiendrait à l'État d'organiser la reprise du label par l'un des acteurs existants : par exemple *Finance for Tomorrow* (F4T), le forum pour l'investissement responsable (FIR) ou l'association française de gestion (AFG). À cet égard, il conviendrait de tenir compte à la fois de la capacité et de la volonté de chaque acteur d'assumer une telle mission et également d'un objectif de clarification de l'organisation de la place en matière de finance durable.

**Proposition n° 1** : si le label devait se limiter à l'harmonisation et à la promotion des pratiques de l'industrie, il conviendrait d'assurer le retrait de l'État et d'encourager une démarche de place.

###### **4.1.2. Si un objectif de politique publique était au contraire retenu, l'implication de l'État ou plus largement des pouvoirs publics devrait être confirmée**

L'intervention des pouvoirs publics est légitime si un objectif de réallocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable est retenu (annexe I). Leur impulsion et leur arbitrage peuvent en effet être nécessaires dans la mesure où un objectif d'orientation du marché est assigné au label. D'un point de vue théorique, le risque est grand qu'aucun autre agent ne soit en mesure d'aller à l'encontre de sa fonction de production d'information (les agences de notation, les ONG) ou de services (les sociétés de gestion et leurs associations) pour garantir l'alignement du label et de sa mise en œuvre avec un objectif d'intérêt général<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> P. Crifo et R. Durand, « le Rôle des labels dans la finance verte : construction et régulation d'un marché des labels en France », *Revue d'économie financière*, n° 138, 2020-2.

**Du reste, les parties prenantes du label ISR interrogées par la mission sont largement majoritaires pour appeler à un maintien de l'implication des pouvoirs publics.** Pour les représentants des épargnants, l'État garantit l'indépendance du label vis-à-vis des intérêts économiques des sociétés de gestions. Pour ces dernières, le soutien public apporté au label est un gage de crédibilité et un argument déterminant auprès des épargnants.

**Cette demande quasi-unanime d'un soutien public s'explique en grande partie par le défaut de structuration de la place de Paris en matière de finance durable.** Certes, des explications plus générales liées au rôle de l'État dans l'économie française et les représentations des épargnants ont aussi leur pertinence. Mais le contexte propre à la finance durable apparaît particulièrement peu propice au désengagement de l'État. *Finance for Tomorrow* (F4T) se positionne comme l'organisation de place centrale en matière de finance durable mais son inclusion dans la personnalité morale de Paris Europlace (PEP) l'expose à des critiques portant sur son indépendance. La place de Paris compte un grand nombre d'autres organisations actives sur les sujets de finance durable, qu'il s'agisse d'organismes de recherche (Novethic, I4CE, Institut Louis Bachelier, chaires rattachés à diverses universités et grandes écoles) ou d'instances de plaidoyer (FIR et ONG thématiques), mais aucune d'elles n'apparaît à même de fédérer les acteurs autour d'un label ISR dont elle assumerait la propriété.

**Proposition n° 2 : en l'état actuel de l'organisation de la place de Paris en matière de finance durable et si un objectif d'intérêt général devait être poursuivi, il n'est pas recommandé de transférer la propriété du label à un acteur privé.**

#### **4.1.3. L'implication directe de l'État via le ministère des finances devrait néanmoins être recentrée**

Si un objectif de politique publique était consacré, trois scénarii apparaîtraient pour répondre au besoin du maintien de l'implication des pouvoirs publics.

**Le scénario d'un transfert du label à l'AMF n'apparaît ni praticable ni souhaitable.** Les consultations conduites par la mission ont fait apparaître le soutien de certaines parties prenantes à l'idée d'un transfert du label au régulateur. En pratique, cette proposition se heurterait au refus de ce dernier d'assumer une telle mission, exprimé par sa direction lors des consultations.

Sur le fond, la mission rejoint la position de l'AMF considérant la gestion d'un label comme incompatible avec le devoir d'impartialité associé à la fonction de régulation. Un label reste un dispositif fédérant des acteurs de marché autour de ce qui pourrait être assimilé à une proposition commerciale, fût-elle alignée avec un objectif d'intérêt général. C'est cette conception qui explique la réticence de l'AMF à aligner complètement sa doctrine ESG<sup>46</sup> avec les critères du label ISR (cf. annexe I). Du reste, aucun autre label européen n'est détenu ou même seulement animé par le régulateur (cf. annexe III).

De surcroît, la clarification des objectifs du label proposée par la mission revient à remettre ce dispositif au service d'une volonté politique. Aussi apparaît-il nécessaire de maintenir une forme d'implication des pouvoirs publics qui ne soit pas indépendante des priorités gouvernementales.

---

<sup>46</sup> AMF, DOC-2020-03 : *Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières*, document créé le 11 mars 2020, modifié le 27 juillet 2020.

**Le transfert du label à un opérateur directement placé sous une tutelle ministérielle n'apparaît pas non plus réaliste.** Aux termes des recherches menées par la mission, aucun opérateur de l'État ne semble à même de reprendre la propriété et l'animation du label.

Une telle mission n'apparaît aisément rattachable à aucun des métiers des opérateurs existants, à l'exception de l'Institut national de la consommation (INC). Établissement public national à caractère industriel et commercial, l'INC est un « *centre de recherche, d'information et d'étude sur les problèmes de la consommation* »<sup>47</sup>. La loi lui assigne notamment l'objectif de « *mettre en œuvre des actions et des campagnes d'information, de communication, de prévention, de formation et d'éducation sur les questions de consommation à destination du grand public, ainsi que des publics professionnels ou associatifs concernés* »<sup>48</sup>.

Aussi le transfert du label ISR à l'INC a-t-il été examiné. La mission recommande toutefois de l'écartier. En effet, les consultations conduites suggèrent que la reprise du label ISR constituerait pour l'INC une mission à la fois supplémentaire et nouvelle, qu'il ne serait pas, compte tenu de ses contraintes propres, en mesure de s'approprier à court terme. La propriété et l'administration d'un label, bien que proches du cœur de métier de l'INC, ne s'y rattachent pas sans difficultés. À l'heure actuelle, l'établissement ne gère pas de dispositifs de labellisation ou de standardisation. Sur le plan sectoriel, l'INC dispose certes d'une expertise en matière produits financiers mais il n'est pas un acteur majeur de la finance durable sur la place de Paris. Surtout, l'INC fait déjà face à divers chantiers tenant à l'adaptation de ses missions au regard de l'évolution de ses moyens et des attentes des consommateurs. Le transfert du label ISR n'apparaît pas réalisable, au moins à court et moyen termes.

**Dans ce contexte, la mission recommande que l'intervention de l'État, via le ministère des finances, soit confirmée et recentrée.** En l'absence de solutions alternatives satisfaisantes, l'État resterait propriétaire du label mais son implication serait strictement limitée à cette mission, afin de favoriser la mise en responsabilité des parties prenantes. Le ministre des finances resterait seul compétent pour définir les documents cadres du label (référentiel et plan de contrôle et de surveillance) et instituer sa gouvernance.

Dans un tel cadre, il reviendrait à la DG Trésor de concentrer ses ressources sur l'orientation stratégique du label. À ce titre, elle serait en charge de :

- ◆ proposer au ministre les nominations des membres de la gouvernance ;
- ◆ définir les orientations stratégiques du label, qui pourrait le cas échéant être consacré par une lettre de mission adressée par le ministre à la présidence ou aux membres du comité du label ;
- ◆ examiner, préalablement à leur validation par arrêté, les propositions du comité s'agissant de l'évolution des documents cadres du label.

Le secrétariat du comité et plus largement l'animation du label seraient pris en charge à partir de moyens propres (cf. section 4.3).

**Proposition n° 3 : recentrer l'implication de l'État autour du rôle de propriétaire du label.**

---

<sup>47</sup> Code de la consommation, article L. 822-1.

<sup>48</sup> Code de la consommation, article L. 822-2.

#### **4.2. Il est recommandé que l'État confie la direction du label à un comité aux attributions élargies, à la composition resserrée et au formalisme renforcé**

##### **4.2.1. Pour résorber la confusion des rôles, il est proposé de réduire la comitologie au seul comité du label, chargé à la fois de proposer ses évolutions, de décider de son attribution et d'organiser sa promotion**

**Le bilan du label démontre à la fois le besoin de clarification des rôles et responsabilités et, en même temps, l'importance des synergies qui existent entre les différentes missions.** Si le rôle du comité du label consistant à proposer les évolutions du référentiel n'a pas posé question, l'étendue de ses attributions en matière de labellisation et de promotion a suscité des incompréhensions et des blocages (cf. section 2.1.1). En réalité, il est difficile d'aboutir à une répartition claire et imperméable des rôles et responsabilités car ses différentes missions présentent des synergies évidentes. Aussi est-il recommandé de confirmer le rôle de proposition du comité du label ISR et d'y adjoindre deux missions supplémentaires.

**En premier lieu, il convient de confirmer le rôle du comité du label consistant à conseiller l'État sur les évolutions du référentiel et du plan de contrôle.** Sans changement par rapport au dispositif actuel, le comité serait chargé de proposer à l'État des évolutions du label. Il serait également compétent pour formuler un avis sur les projets d'évolution qui pourraient lui être directement soumis par l'État. Toutefois, la limitation du rôle de ce dernier à ce qui découle directement de la propriété du label (cf. section 4.1.4) plaiderait pour que le recours à cette faculté reste exceptionnel.

**En deuxième lieu, il est recommandé de confier au comité la compétence formelle d'attribution du label.** Le bilan du label ISR témoigne du risque de segmentation résultant de la séparation stricte entre la définition des exigences et leur mise en œuvre (cf. section 2.2.). Le parangonnage européen montre du reste qu'il s'agit d'une spécificité française (cf. section 3.4).

En comparaison, l'attribution de la compétence de labellisation au seul comité du label offre trois avantages :

- ◆ la concentration de la décision au sein d'une seule instance permet l'harmonisation des décisions de labellisation, sans qu'il soit nécessaire de recourir à une précision continue des textes ou de mettre en œuvre des procédures complexes de revue *a posteriori* des décisions de labellisation prises par les certificateurs ;
- ◆ la concentration au sein d'une même instance de la labellisation et de la proposition des évolutions du cahier des charges permet à la fois de garantir une mise en œuvre fidèle des exigences du label et d'ancrer la définition des exigences sur une connaissance fine de la pratique ;
- ◆ enfin, l'attribution de la compétence de labellisation à une instance plus légitime, en tout état de cause plus visible, permet d'envisager une marge d'appréciation plus large laissée au labellisateur. Elle autorise le recours à des critères plus souples, à une approche moins mécanique de la labellisation, davantage guidée par les principes. Or cela peut s'avérer indispensable pour garantir la bonne adaptation du label aux évolutions du marché.

Aussi est-il proposé de maintenir le dispositif d'audit et de contrôle actuel mais de prévoir la validation du comité du label pour toute décision d'attribution, de retrait ou de suspension de labellisation. Les organismes dits aujourd'hui de « certification » adresseraient au comité un rapport d'audit comportant une recommandation de labellisation. Les modalités de leur contrôle par le COFRAC devraient nécessairement être revues. La décision de labellisation serait laissée au comité. Il reviendrait également à ce dernier de préciser les difficultés d'interprétation qui peuvent naître des ambiguïtés du référentiel, le cas échéant via l'élaboration d'un guide de l'audit.

## Annexe II

Une telle option implique toutefois d'attribuer au comité les moyens nécessaires à la préservation d'un examen rapide et fluide des candidatures. Le risque existe en effet d'un engorgement du comité, compte tenu du nombre important et croissant de candidatures. Quatre types de mesures permettraient de parer à un tel risque :

- ◆ l'équipe dédiée à l'animation du label aurait vocation à soutenir le comité dans cette tâche notamment en compilant des éléments techniques ou de synthèse, préparatoires à la décision ;
- ◆ dans son rôle de labellisation, le comité pourrait être scindé en deux pour démultiplier les capacités d'examen ;
- ◆ un cycle de labellisation pourrait être prévu, sur le modèle du label belge, afin de concentrer l'examen des candidatures sur une période limitée chaque année ;
- ◆ en tout état de cause, la profondeur de l'examen des rapports d'audit par le comité devrait être ajustée aux enjeux et aux moyens.

**En troisième lieu, il est recommandé de confier également au comité le soin de définir le projet de promotion du label.** La diffusion, auprès du consommateur, de la promesse qui lui est faite par le label est, dans les faits, difficilement séparable de la conception de cette promesse - la proposition des exigences - et de son contrôle - la labellisation. Cette perméabilité explique d'ailleurs les multiples demandes émises par les membres du comité du label et visant une meilleure association aux enjeux de promotion.

Aussi est-il proposé de consacrer la compétence du comité s'agissant de l'élaboration d'un plan de communication du label. Ce document aurait vocation à prévoir :

- ◆ les lignes directrices de la promotion du label sur une période donnée : messages clés, cibles prioritaires parmi les épargnants, supports de communication envisagés ;
- ◆ le cadre du recours à des prestataires externes ;
- ◆ un budget prévisionnel indicatif.

Il n'est certes pas contesté que la promotion requiert des expertises spécifiques. Pour répondre à cet enjeu, la mission formule plusieurs recommandations. Il s'agirait d'abord de veiller à ce qu'un ou plusieurs membres du comité soit compétent, à défaut d'être expert, dans ce domaine. Il importerait également que le comité s'appuie sur des expertises externes : les associations dites aujourd'hui « *de promotion* » devraient être spécifiquement consultées, l'équipe dédiée à l'animation du label (cf. section 4.3) devrait compter un collaborateur spécialisé en communication, le recours à une agence devrait être maintenu.

Enfin il pourra être envisagé de soumettre le plan de communication à la validation de l'État, sur le modèle des exigences du label.

**Proposition n° 4 : confier au comité du label une triple compétence de proposition des évolutions du référentiel, d'attribution et promotion du label.**



**4.2.2. Afin de concilier l'efficacité des travaux et l'association des parties prenantes, il est proposé d'instituer un comité resserré, procédant à partir de consultations ouvertes**

**S'agissant de la structuration et de la composition des instances de comitologie, deux options ont été examinées par la mission :**

- ◆ une première option consiste à ajuster l'organisation actuelle en assurant une représentation plus exhaustive des parties prenantes et en sécurisant l'articulation entre le comité du label et le comité scientifique. Compte tenu des constats formulés *supra* (cf. section 2.1.1) :
  - s'agissant de la représentation des parties prenantes, il apparaîtrait nécessaire d'associer au comité du label des ONG actives dans les champs environnemental ou social. Une représentation des intermédiaires de la distribution des produits d'épargne serait également opportune. Enfin, le périmètre des membres observateurs mériterait également d'être élargie, *a minima* à l'AMF ;
  - s'agissant de l'articulation entre le comité du label et le comité scientifique, une séparation plus stricte entre les instances apparaîtrait nécessaire, de même qu'une clarification des modalités de saisine et d'autosaisine du comité scientifique.
- ◆ une seconde option consiste à instituer un seul comité resserré, comptant environ quatre à six membres et qui serait chargé d'organiser l'association des parties prenantes par le biais de consultations ouvertes.

**Parmi ces deux options, la mission recommande la seconde.** La première option semble en effet difficilement dissociable de l'instauration d'une gouvernance pléthorique, au détriment de l'efficacité des débats. Quand bien même le nombre de représentants au sein de chaque collège serait limité (de trois à deux par exemple), la taille du comité ne pourrait être réduite à moins de dix membres, sous peine d'exclure un ensemble de parties prenantes. L'expérience des quatre premières années du label ISR montre la difficulté d'assurer un débat efficace et une bonne mobilisation des expertises de chacun dans un tel cadre. De surcroît, cette logique de représentation des parties prenantes au sein de la comitologie expose le label à des critiques faciles dès lors que l'ensemble des acteurs ne sauraient être adéquatement représentés.

L'option d'une gouvernance resserrée implique au contraire de rompre avec cette logique de représentation et permet de ce fait une association plus complète et plus souple des parties prenantes, via des consultations ouvertes. Celles-ci relèvent d'une pratique de place désormais bien implantée, l'AMF et la Commission européenne y ayant notamment largement recours pour l'élaboration de leurs régulations. L'ouverture et la transparence du processus seraient renforcées, chaque acteur étant à même de faire valoir directement sa position.

**Une telle option implique toutefois pour l'État de porter une attention particulière au choix des membres du comité resserré,** ceux-ci étant garants de la bonne consultation des parties prenantes. À cet égard, la mission recommande de veiller à l'impartialité des membres, y compris sur le plan des apparences. Les nominations vaudraient, comme aujourd'hui, *intuitu personae*. Les compétences personnelles et la capacité à asseoir la crédibilité du dispositif au sein de la place devront être les éléments déterminants du choix. Sur le fond, au-delà des compétences générales ayant trait à la finance durable, des compétences spécifiques devraient être apportées, au moins par un des membres, par exemple dans le domaine des placements immobiliers ou de la distribution de produits d'épargne au grand public. Sous ces contraintes, il pourrait être envisagé de rechercher ces personnalités qualifiées parmi d'anciens professionnels de l'industrie financière, dans le monde académique et au sein du mouvement associatif.

**Proposition n° 5 : instituer en lieu et place du comité du label ISR et du comité scientifique, un comité resserré d'environ quatre à six membres chargé d'organiser la consultation ouverte des parties prenantes.**

#### 4.2.3. Afin de crédibiliser le dispositif, il est indispensable de formaliser davantage le fonctionnement du comité

**Ce comité resserré, aux compétences élargies, devra s'appuyer sur des modalités de fonctionnement plus formalisées.** À ce titre, il est recommandé de :

- ◆ sécuriser les nominations des membres du comité en prévoyant qu'elles reposent sur une décision écrite du ministre, publiée sur le site internet du label ISR et mentionnant le début et le terme du mandat attribué. Selon les résultats des consultations qui devront être conduites pour sélectionner les membres, le ministre pourra attribuer un mandat de président ou laisser au comité la faculté d'élire une présidence ;
- ◆ formaliser les processus de travail. La mission propose de définir un cycle périodique de revue des exigences du label, sans doute autour de trois ou quatre ans, avec une clause de revoyure à mi-parcours (cf. annexe III). La promotion devrait également reposer sur des plans de communication revus périodiquement. La labellisation pourrait s'organiser de manière cyclique, sur un rythme annuel. La fréquence des réunions et les échéances du comité devraient être déterminées en conséquence. Les modalités de recours à des expertises externes devraient aussi être encadrées en prévoyant la possibilité pour le comité de solliciter des prestataires de conseils ou des organismes académiques. Des règles de décision n'apparaissent pas prioritaires pour une instance de taille limitée qui aurait sans doute vocation à procéder par consensus. Une attention particulière doit toutefois être portée à la formalisation des procédures de consultation ouvertes : les périodes de consultation et les modalités d'examen des contributions devraient être précisées dans un document public ;
- ◆ garantir un fonctionnement transparent du comité. Il est en particulier proposé de publier sur le site internet les comptes rendus des échanges au sein du comité, tous les documents sur la base desquels le comité conduit ses délibérations (notamment les contributions transmises dans le cadre des consultations ouvertes) et tous les documents produits par le comité (les propositions d'évolution des document-cadres du label, le plan de communication et les décisions de labellisation, le cas échéant motivées).

**Ces règles devraient être consacrées dans une nouvelle version du règlement intérieur du comité.** Comme les nominations, il conviendrait que ce règlement relève d'une décision du ministre. Dans la mesure où elles seraient publiées sur le site internet du label, il n'apparaîtrait toutefois pas indispensable de formaliser ces décisions par arrêté.

**Proposition n° 6 : formaliser le fonctionnement du comité resserré en prévoyant la publication de décisions de nominations écrites et d'un règlement intérieur rénové encadrant précisément les processus de travail et les règles de transparence.**

#### 4.3. Enfin, il importe d'appuyer l'animation du label sur des moyens renforcés, financés par ses recettes propres

##### 4.3.1. Quelques collaborateurs permanents sont indispensables pour soutenir le comité du label dans ses missions

**Le bilan du label ISR ainsi que le parangonnage européen attestent du besoin de moyens spécifiquement dédiés à l'animation du label.** Avec un demi-ETP affecté à une partie de cette mission, la DG Trésor n'a pas été en mesure de susciter un travail approfondi et continu du comité du label (cf. section 2.1.2) ni de garantir la précision au fil de l'eau des exigences du référentiel (cf. section 2.2.1). Les autres labels européens dédient autour d'un à deux ETP à l'animation de leur dispositif (cf. section 3.3.).

**Aussi est-il de proposé de créer une équipe dédiée à l'animation du label, composée de quelques collaborateurs permanents, sans doute autour de un à trois.** Les missions de cette équipe devraient concerner toutes les composantes de l'animation du label, en soutien du comité. Plus précisément, elle serait chargée de :

- ◆ assurer le secrétariat du comité du label, ce qui implique l'organisation logistique des réunions, l'établissement et la diffusion aux membres des ordres du jour et des comptes-rendus ;
- ◆ accompagner le travail de fond du comité du label en préparant l'examen des points à l'ordre du jour, le cas échéant en consolidant des éléments techniques ou de synthèse, en lien avec les membres du comité et les expertises extérieures auxquelles il pourrait faire appel ;
- ◆ incarner un point de contact pour les parties prenantes extérieures à la gouvernance. Une telle mission impliquerait en particulier de recueillir les demandes de précision des exigences du label et y répondre soit directement, soit après arbitrage du comité ;
- ◆ mettre en œuvre la promotion du label. Ce rôle recouvrerait la déclinaison précise et la mise en œuvre du plan de communication ainsi que l'administration du site internet. Le pilotage de la relation contractuelle avec les prestataires constituerait une part importante de cette mission. À ce titre, cette équipe aurait vocation à assumer les missions que l'AFG envisage de confier à une structure nouvelle, spécifiquement dédiée à la promotion et associant l'État et les associations de promotion.

#### **4.3.2. Le financement de cette équipe serait assuré par les contributions actuelles dont la nature et l'affectation devraient être revues, mais pas nécessairement le montant**

**Le niveau de contribution actuel permet d'envisager le financement de moyens propres dédiés à l'animation du label, en soutien du comité.** En 2019, les recettes encaissées s'élevaient à 460 K€, un niveau qui devraient être *a minima* égalé à la fin de l'année 2020 (cf. section 2.3.2). Autour de la moitié de ces ressources devraient être dédiée au financement de l'animation du label.

**Pour ce faire, il conviendrait de revoir l'organisation financière du label en consacrant la nature publique de ses ressources et en formalisant leur délégation à une structure associative.** Le schéma actuel fait apparaître une zone de vulnérabilité importante liée à l'incertitude pesant sur la nature des recettes du label et au risque de gestion de fait qui en découle. Au-delà du débat juridique, la mission considère que les recettes du label constituent, *de facto*, des droits d'usage de la marque « label ISR », elle-même partie intégrante du patrimoine immatériel de l'État. À ce titre, il est recommandé de consacrer, dans les documents-cadres du label, le principe et les modalités d'une contribution annuelle des fonds labellisés. Ces sommes seraient directement perçues par la structure de rattachement de l'équipe d'animation, sur la base d'une convention conclue entre elle et l'État.

**Sauf augmentation majeure du nombre de labellisations, une telle réforme implique une baisse du budget dédié à la communication, ou une hausse des contributions.** Il ne peut être contesté qu'une telle recommandation comporte des conséquences pour le financement de l'effort de communication. La mission considère toutefois que le besoin de moyens pérennes dédiés à l'animation du label l'emporte. S'agissant de la communication, il reviendra à l'État ou au comité, dans la mise en œuvre de cette recommandation, de consulter les sociétés de gestion afin de prévoir une nouvelle répartition de l'effort de communication. Si le besoin d'un effort mutualisé de communication faisait largement consensus, une hausse des contributions annuelles pourrait être envisagée.

#### 4.3.3. Il est recommandé de rechercher le rattachement de ces moyens à une structure existante, par le biais d'un appel à candidatures

**La création d'une structure *ad hoc* n'apparaît pas souhaitable.** Cette équipe dédiée pourrait certes être rattachée à un organisme spécifiquement créé, le cas échéant en lien avec d'autres parties prenantes. Une telle mesure aurait toutefois pour effet d'accentuer l'éclatement de la place de Paris en matière de finance durable. Elle s'accompagnerait également de coûts de structure plus importants.

**Plusieurs options de rattachement ont dès lors été examinées par la mission :**

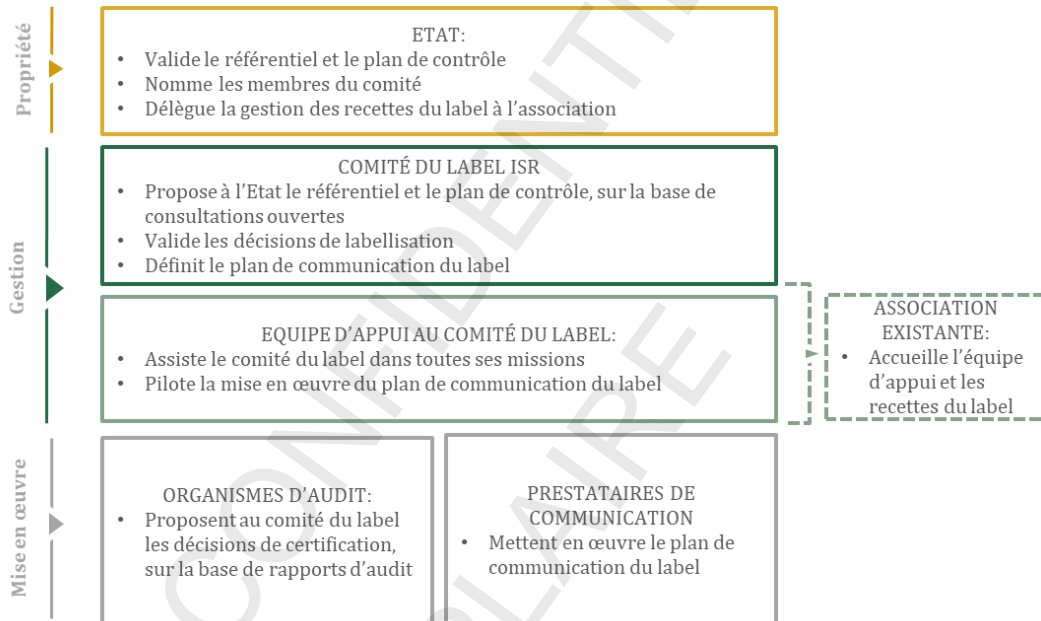
- ◆ le rattachement à un organisme public n'apparaît pas souhaitable ou praticable :
  - le rattachement direct de ces moyens nouveaux à la DG Trésor - via le recrutement d'agents contractuels par exemple - n'apparaît pas souhaitable au regard de l'objectif de mise en responsabilité des acteurs et de distinction plus nette entre la propriété du label et son animation. Surtout, une telle mission s'apparente mal au cœur de métier d'une administration centrale ;
  - le rattachement de ces moyens à l'AMF et à l'INC est exclu pour les mêmes raisons qui empêchent le transfert de propriété du label à ces institutions (cf. section 4.1.3).
- ◆ le rattachement à un organisme privé ou parapublic de place apparaît préférable, trois candidats potentiels étant, à ce stade, identifiés par la mission :
  - F4T se positionne comme l'outil central des acteurs de place en matière de finance durable et son indépendance dans la prise en charge d'une mission d'animation du label pourrait, le cas échéant, faire l'objet de garanties supplémentaires ;
  - le FIR dispose d'une expertise et d'une capacité de mobilisation reconnues sur les sujets de finance durable ;
  - Novethic dispose d'une expertise reconnue en matière de finance durable et spécifiquement de labellisation.

**Afin de sélectionner cet organisme de rattachement, la mission recommande à l'État, le cas échéant en lien avec le comité nouvellement installé, de lancer un appel à candidatures.** Le choix devrait être guidé par la volonté de maintenir un équilibre entre la capacité de l'organisme sélectionné à fédérer les acteurs de la place et sa crédibilité pour les consommateurs et les représentants de la société civile. Le cas échéant des modalités juridiques de séparation entre l'activité d'animation du label et le reste des activités de l'organisme pourraient être décidées.

**Proposition n° 7 : dédier une part des recettes du label au financement d'une équipe constituée de quelques collaborateurs permanents et chargée de soutenir le comité ; organiser son rattachement à une structure de place existante, via la diffusion d'un appel à candidatures.**

En définitive, le schéma de gouvernance proposé s'organiserait autour de l'État, propriétaire du label ainsi que d'un comité chargé de sa gestion et appuyé d'une équipe de permanents logée au sein d'une association de place existante (cf. figure 1).

Figure 1 : Schéma d'organisation proposé du label ISR



Source : Mission.

#### 4.4. Le cas échéant, une solution plus disruptive pourrait être envisagée sur le modèle de l'institut *Choose Paris* proposé par le rapport Holroyd

Nonobstant les développements précédents, une solution plus disruptive pourrait être examinée, sous réserve qu'elle offre les garanties d'indépendance nécessaires. Le maintien de la propriété étatique du label ISR n'est pas une nécessité en soi mais procède du constat de l'absence d'un acteur de place suffisamment indépendant et crédible pour assumer un tel rôle. Ce constat pourrait être remis en cause si une réforme de place ouvrait la voie à un nouvel acteur dont l'impartialité serait garantie à la fois par le patronage de l'État et par une large association des parties prenantes.

Aussi la mission porte-t-elle un regard intéressé sur la proposition formulée par le député Alexandre Holroyd et visant à transférer la propriété et la gestion du label ISR à l'institut *Choose Paris*. Aux termes du rapport<sup>49</sup>, cet organisme aurait vocation à rassembler F4T, les organismes de recherche et de plaidoyer (*Think Paris*) ainsi que les pépinières spécialisées (*Innov Paris*). Surtout, il serait co-présidé par le ministre de l'économie et des finances et le ministre de la transition écologique. Dès lors, bien que sa gouvernance et son statut ne soit pas précisément définis à ce stade, cet organisme pourrait disposer des garanties d'indépendance suffisantes pour assumer, de manière crédible et efficace, la propriété et la gestion du label ISR.

<sup>49</sup> Choisir une finance verte au service de l'Accord de Paris, Alexandre Holroyd, 2020.

## Annexe II

En effet, si la gouvernance de l'Institut garantissait le rôle d'orientation stratégique de l'État et la bonne association des parties prenantes, alors aucun obstacle ne s'opposerait au transfert du label à cette nouvelle entité. Une telle solution s'apparenterait d'ailleurs à l'organisation retenue pour le label rouge, détenu et animé par l'institut national de l'origine et de la qualité (INAO), établissement public administratif placé sous la tutelle du ministre de l'agriculture mais associant les professionnels à sa gouvernance. Dans le cas du label ISR, une telle solution offrirait même deux avantages :

- ◆ la gestion du label ISR par une organisation de place assumant un rôle central en matière de finance durable permettrait de mieux ancrer le label dans l'évolution du marché et de la recherche dans ce domaine. Une meilleure articulation serait également possible avec le label *Greenfin* dont le transfert de la gestion à l'institut *Choose Paris* est également recommandé par le député Holroyd ;
- ◆ la question du rattachement organique des moyens affectés à la gouvernance serait résolue (cf. section 4.2.2), l'institut *Choose Paris* assumant à la fois la propriété et la gestion du label.

**L'analyse de la faisabilité et des modalités concrètes d'une telle réforme dépasse toutefois largement le cadre de la présente mission.** La capacité de l'État à fédérer les acteurs autour d'une initiative telle que *Choose Paris* reste à examiner. Dans ce contexte, la mission se borne à exprimer son intérêt pour la proposition du transfert du label ISR à l'institut *Choose Paris*, dans la stricte mesure où celle-ci ne se solde pas par le renoncement à une association large des parties prenantes et par l'incapacité de l'État à déterminer les orientations stratégiques du label. Si la définition précise des modalités de gouvernance de l'institut ne permettait pas de satisfaire ces deux conditions, son rôle pourrait être limité à l'hébergement de moyens d'animation du label, l'État conservant sa propriété (cf. section 4.2.2).

**Proposition n° 8 : si la création de l'institut *Choose Paris* était décidée, il conviendrait de conditionner le transfert du label ISR à la garantie d'une place centrale de l'État dans sa gouvernance et d'une large association des parties prenantes.**

## SYNTHESE DES PROPOSITIONS

**Proposition n° 1 :** si le label devait se limiter à l'harmonisation et à la promotion des pratiques de l'industrie, il conviendrait d'assurer le retrait de l'État et d'encourager une démarche de place.

**Proposition n° 2 :** en l'état actuel de l'organisation de la place de Paris en matière de finance durable et si un objectif d'intérêt général devait être poursuivi, il n'est pas recommandé de transférer la propriété du label à un acteur privé.

**Proposition n° 3 :** recentrer l'implication de l'État autour du rôle de propriétaire du label.

**Proposition n° 4 :** confier au comité du label une triple compétence de proposition des évolutions du référentiel, d'attribution et promotion du label.

**Proposition n° 5 :** instituer en lieu et place du comité du label ISR et du comité scientifique, un comité resserré d'environ quatre à six membres chargé d'organiser la consultation ouverte des parties prenantes.

**Proposition n° 6 :** formaliser le fonctionnement du comité resserré en prévoyant la publication de décisions de nominations écrites et d'un règlement intérieur rénové encadrant précisément les processus de travail et les règles de transparence.

**Proposition n° 7 :** dédier une part des recettes du label au financement d'une équipe constituée de quelques collaborateurs permanents et chargée de soutenir le comité ; organiser son rattachement à une structure de place existante, via la diffusion d'un appel à candidatures.

**Proposition n° 8 :** si la création de l'institut *Choose Paris* était décidée, il conviendrait de conditionner le transfert du label ISR à la garantie d'une place centrale de l'État dans sa gouvernance et d'une large association des parties prenantes.





**ANNEXE III**

**Les exigences du label « Investissement  
Socialement Responsable » (ISR)**



# SOMMAIRE

<b>1. LE LABEL ISR REPOSE SUR DES EXIGENCES DE PROCESSUS, DONT LE PÉRIMÈTRE AINSI QUE LE CONTENU ONT ÉTÉ RÉCEMMENT ET SIGNIFICATIVEMENT REVUS.....</b>	<b>1</b>
1.1. Initialement réservé aux fonds mobiliers, le label ISR s'étend, depuis octobre 2020, aux mandats de gestion et aux fonds immobiliers .....	1
1.1.1. <i>Le label ISR peut être attribué à une large gamme d'instruments mobiliers qui s'est récemment étendue au-delà des produits de détail.....</i>	<i>1</i>
1.1.2. <i>Depuis octobre 2020, le label ISR concerne également les fonds d'actifs immobiliers, pour lesquels des exigences spécifiques sont prévues.....</i>	<i>2</i>
1.2. Les exigences du label portent sur les processus de gestion et non pas sur le contenu des portefeuilles.....	3
1.2.1. <i>Le label ISR prévoit six piliers d'exigences afin d'apprécier la prise en compte des facteurs ESG dans les processus de gestion .....</i>	<i>3</i>
1.2.2. <i>La nouvelle version du référentiel introduit des engagements concrets de performance extrafinancière et rehausse à la marge les exigences de processus.....</i>	<i>4</i>
<b>2. LES EXIGENCES DU LABEL ISR SONT COMPARABLES OU SUPÉRIEURES À CELLES DES AUTRES LABELS, À L'EXCEPTION MAJEURE DE CELLES TENANT À LA SÉLECTIVITÉ .....</b>	<b>7</b>
2.1. En renonçant aux exclusions, le label ISR se démarque fortement des autres labels européens.....	7
2.2. En encadrant étroitement l'approche de sélection des valeurs, le label ISR apparaît à la fois plus prescriptif et moins rigoureux que d'autres labels .....	12
2.3. En dehors de la sélectivité, les exigences du label ISR, telles qu'actualisées par la V2, n'apparaissent pas en retrait des meilleures pratiques européennes .....	12
<b>3. POUR ATTEINDRE LES OBJECTIFS ASSIGNÉS AU LABEL, PLUSIEURS PISTES D'ÉVOLUTION DU RÉFÉRENTIEL SE DESSINENT .....</b>	<b>14</b>
3.1. Le choix d'un label inclusif, à vocation européenne, orienté vers l'épargnant et la contribution à un modèle durable implique des exigences simples, concrètes et concertées .....	14
3.2. Le périmètre du label doit être limité à des produits compréhensibles et crédibles mais offrant une variété de profils risques-rendements .....	15
3.2.1. <i>Il est souhaitable de conforter et d'étendre l'ouverture à une large gamme de véhicules mobiliers et immobiliers.....</i>	<i>15</i>
3.2.2. <i>L'usage des dérivés mériterait d'être clarifié afin de garantir la simplicité des produits, sans toutefois obérer une gestion efficace des portefeuilles. 16</i>	<i>16</i>
3.2.3. <i>Les fonds passifs doivent pouvoir être labellisés, mais sans doute pas au même niveau que les fonds actifs.....</i>	<i>16</i>
3.2.4. <i>Il n'apparaît pas opportun de revenir sur la labellisation des fonds monétaires mais il devrait être clairement indiqué à l'épargnant que ces démarches relèvent d'un niveau d'exigence ESG minimal.....</i>	<i>18</i>

3.3.	S'agissant de la sélectivité, les exclusions apparaissent incontournables, au côté d'une ouverture plus large quant aux stratégies ESG .....	19
3.3.1.	<i>Le recours à des exclusions ciblées et évolutives apparaît indispensable à la crédibilité du label, sans pour autant obérer nécessairement la contribution à la transition .....</i>	19
3.3.2.	<i>En complément, une plus grande diversité d'approches dans la sélection des valeurs serait souhaitable, sous réserve que soit effectivement poursuivi un objectif de contribution à un modèle économique durable... 23</i>	23
3.4.	L'approfondissement des exigences portant sur l'engagement actionnarial devrait privilégier le <i>reporting</i> aux épargnants plutôt que des critères quantitatifs.....	25
3.5.	Les méthodes, la donnée et les acteurs n'apparaissent pas suffisamment matures pour que le label ISR puisse garantir un impact mesurable des fonds labellisés .....	26
3.5.1.	<i>Le marché évolue rapidement vers la recherche d'impact mais cette évolution n'est pas sans poser d'importantes difficultés méthodologiques.....</i>	26
3.5.2.	<i>Dans ce contexte, il apparaît prématuré de réintroduire la notion d'impact dans le référentiel mais l'alignement des fonds avec des objectifs extrafinanciers doit être plus clairement communiqué à l'épargnant.....</i>	27
3.6.	Un lien plus fort mériterait sans doute d'être fait entre ISR et financement de long terme des entreprises .....	28
3.7.	Au-delà des exigences de fond, il faut mettre l'accent sur la transparence vis-à-vis de l'épargnant.....	29
<b>4.</b>	<b>IL EST RECOMMANDÉ DE CONFIER À UNE GOUVERNANCE RENFORCÉE L'APPROPRIATION ET LA MISE EN ŒUVRE CONCRÈTE DE CES ÉVOLUTIONS... 31</b>	<b>31</b>
4.1.	Une évolution radicale du référentiel n'apparaît pas réaliste à court-terme.....	31
4.1.1.	<i>À court-terme, la mission recommande seulement la diffusion d'un guide de l'audit, afin de résorber l'incertitude sur certains points du référentiel.....</i>	31
4.1.2.	<i>Trois facteurs incitent à reporter une évolution plus ambitieuse du label, sans doute au début ou au milieu de l'année 2022 .....</i>	32
4.2.	Une gouvernance structurée et ouverte doit être chargée de décliner concrètement les pistes d'évolution du référentiel .....	32
4.3.	Afin de parvenir à un consensus, le recours à des exigences différenciées et évolutives apparaît souhaitable .....	33
4.3.1.	<i>Pour concilier les différents niveaux d'ambition et également mieux informer l'épargnant, un label à niveaux est recommandé.....</i>	33
4.3.2.	<i>Il s'agira également de prévoir la revue périodique des exigences.....</i>	34
	<b>SYNTHESE DES PROPOSITIONS .....</b>	<b>35</b>

## 1. Le label ISR repose sur des exigences de processus, dont le périmètre ainsi que le contenu ont été récemment et significativement revus

### 1.1. Initialement réservé aux fonds mobiliers, le label ISR s'étend, depuis octobre 2020, aux mandats de gestion et aux fonds immobiliers

#### 1.1.1. Le label ISR peut être attribué à une large gamme d'instruments mobiliers qui s'est récemment étendue au-delà des produits de détail

Depuis sa création, le label ISR peut être décerné à certains organismes de placement collectif (OPC) susceptibles d'être directement commercialisés auprès de l'épargnant particulier. Plus précisément, le référentiel du label ISR limite l'éligibilité à deux catégories d'OPC<sup>1</sup> :

- ◆ les fonds relevant de la directive dite « UCITS IV »<sup>2</sup> ou organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ;
- ◆ les fonds d'investissement alternatif (FIA) n'ayant pas un effet de levier substantiel au sens de la directive dite « AIFM »<sup>3</sup> et relevant de l'une des deux sous-catégories suivantes :
  - les fonds d'investissement à vocation générale (FIVG)<sup>4</sup> ;
  - les fonds d'épargne salariale<sup>5</sup>.

Trois critères supplémentaires viennent encadrer les actifs que ces types de fonds sont autorisés à détenir<sup>6</sup> :

- ◆ l'éligibilité des actifs obligataires souverains est encadrée : la dette d'État hors obligations vertes ne peut représenter plus de 70 % de l'actif lorsqu'elle fait l'objet d'une évaluation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) ou 50 % de l'actif lorsqu'elle ne fait pas l'objet d'une telle évaluation ;
- ◆ les fonds de fonds et les fonds nourriciers sont éligibles, sous réserves que les fonds dans lesquels ils investissent satisfassent des exigences spécifiquement posées par le référentiel.

Ces OPC peuvent être souscrits par des investisseurs institutionnels ou directement par des épargnants particuliers, via un plan d'épargne en action (PEA), un compte-titres, un contrat d'assurance-vie en unités de compte ou un support d'épargne salariale (plan d'épargne entreprise – PEE – ou plan d'épargne pour la retraite collectif - PERCO).

---

<sup>1</sup> Première version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 janvier 2016, I.A.I

<sup>2</sup> Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

<sup>3</sup> Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

<sup>4</sup> Relevant de l'article L. 214-24-24 du code monétaire et financier (CMF).

<sup>5</sup> Relevant de l'article L 214-263 du CMF.

<sup>6</sup> Nouvelle version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 juillet 2020, I.A.III.

**La nouvelle version du référentiel étend significativement les critères d'éligibilité du label pour inclure des produits ciblant une clientèle professionnelle :**

- ◆ en premier lieu, trois catégories de FIA sont ajoutées<sup>7</sup> :
  - les fonds professionnels spécialisés (FPS)<sup>8</sup> ;
  - les fonds professionnels à vocation générale (FIPVG)<sup>9</sup> ;
  - les organismes de financement spécialisés (OFS)<sup>10</sup>.
- ◆ en second lieu, le périmètre du label est étendu, au-delà des OPC, aux mandats de gestion<sup>11</sup>.

**Il doit être noté à ce stade que le label ISR ne concerne pas les supports de l'épargne bancaire (compte épargne, livrets).** Son périmètre est circonscrit à celui de l'épargne dite financière, relevant du domaine de la gestion d'actifs. En cela, il se distingue de plusieurs labels européens : *Towards Sustainability*, *Nordic Swan* et *Umweltzeichen* (cf. annexe IV).

**1.1.2. Depuis octobre 2020, le label ISR concerne également les fonds d'actifs immobiliers, pour lesquels des exigences spécifiques sont prévues**

**L'un des apports principaux de la nouvelle version du référentiel consiste à étendre le périmètre du label aux fonds immobiliers, destinés tant à une clientèle professionnelle que particulière.** Sont en effet désormais éligibles au label ISR<sup>12</sup> :

- ◆ les FIA en immobilier commercialisés en France et en Europe relevant de la directive AIFM ou d'une réglementation équivalente pour les fonds commercialisés en-dehors de l'Union européenne ;
- ◆ les mandats de gestion portant sur les actifs immobiliers.

Plusieurs critères techniques viennent garantir que le fonds est principalement constitué d'actifs immobiliers. Ceux-ci peuvent être détenus directement ou indirectement, ils peuvent être situés en France et hors de France et relever de divers usages (bureau, commerce, logement etc.).

**Pour ces fonds immobiliers, le label ISR prévoit toutefois des exigences spécifiques distinctes de celles applicables aux instruments mobiliers.** Ces exigences procèdent de travaux conduits par l'association française des sociétés de placement immobiliers (ASPIM) assistée du cabinet *PwC* et en lien avec le comité du label ISR. L'objectif poursuivi consistait à étendre les principes du label ISR à la matière immobilière tout en tenant compte de ses spécificités, en particulier l'appréhension plus directe des enjeux de durabilité et la lenteur du renouvellement des actifs.

---

<sup>7</sup> Nouvelle version du référentiel, I.A.I. Cette version est dans certains cas désignée sous l'appellation « V2 ». Elle constitue en effet la première modification d'ampleur du référentiel. Plusieurs modifications techniques avaient toutefois déjà été apportées au référentiel en 2018 (cf. annexe II).

<sup>8</sup> Relevant de l'article L. 214-154 CMF.

<sup>9</sup> Relevant de l'article L. 214-143 CMF.

<sup>10</sup> Relevant de l'article L. 214-166 CMF.

<sup>11</sup> Nouvelle version du référentiel, I.C.1 : « *les contrats de gestion discrétionnaires au sens de l'article L. 321-1 CMF* ».

<sup>12</sup> Nouvelle version du référentiel, I.B.1

## Annexe III

Il en résulte un cahier des charges présentant des similarités avec la partie mobilière mais plus prescriptif dans les indicateurs de performance ESG et davantage orienté vers la transition, via l'amélioration des actifs existants<sup>13</sup> :

- ◆ l'architecture du cahier des charges est similaire à celle du référentiel applicable aux fonds mobiliers. Il est attendu du gérant qu'il :
  - précise les objectifs recherchés par le fonds au travers de la prise en compte de critères ESG (pilier I) ;
  - détaille sa méthodologie de notation et de sélection ESG (pilier II) ;
  - démontre le caractère mesurable de sa stratégie de sélection ESG (pilier III) ;
  - mette en œuvre une politique d'engagement ESG vis-à-vis des parties prenantes clés (pilier IV) ;
  - s'engage en faveur d'une transparence renforcée vis-à-vis des investisseurs (pilier V) ;
  - démontre la performance ESG du fonds à partir d'indicateurs concrets (pilier VI).
- ◆ c'est essentiellement sur les piliers III et VI que le référentiel immobilier présente des spécificités :
  - les enjeux de durabilité en matière immobilière étant plus homogènes entre les fonds, les indicateurs à publier concernant la performance ESG (pilier VI) sont plus fournis qu'en matière mobilière : des indicateurs obligatoires sont précisément définis tenant par exemple à la performance énergétique des bâtiments, au raccordement aux réseaux de mobilité ou à la santé et au confort des occupants. Ces indicateurs obligatoires s'imposent également à la notation ESG des actifs, qui doit en tenir compte (pilier III) ;
  - compte tenu de la lenteur du renouvellement du parc immobilier, le choix a été fait d'adapter les exigences du pilier III afin qu'elles visent une amélioration de la notation ESG dans le temps (et non pas par rapport à un benchmark comme en matière mobilière). La logique est celle d'un accompagnement des immeubles existants dans la transition.

Au moment de la rédaction du présent rapport, aucun fonds immobilier n'a encore fait l'objet d'une labellisation. Aussi, la suite de ces développements se concentre pour l'essentiel sur les fonds de valeurs mobilières.

### 1.2. Les exigences du label portent sur les processus de gestion et non pas sur le contenu des portefeuilles

#### 1.2.1. Le label ISR prévoit six piliers d'exigences afin d'apprécier la prise en compte des facteurs ESG dans les processus de gestion

**Le label ISR concerne les processus de gestion et non pas directement la durabilité des activités financées.** Depuis sa création, le label ISR met en œuvre une approche fondée sur les méthodes de gestion. Celle-ci s'oppose à la démarche de fléchage qui caractérise d'autres labels et repose sur des critères d'exclusions ou d'inclusions d'entreprises selon leur contribution au développement durable. La philosophie générale du label ISR consiste au contraire à imposer une prise en compte des facteurs ESG dans les processus de gestion mais à laisser toute liberté au gérant quant aux objectifs et aux modalités de cette prise en compte.

---

<sup>13</sup> Nouvelle version du référentiel, II.B.

**Concrètement, il est demandé au gérant de démontrer que la prise en compte des notations ESG modifie son univers d'investissement, mais aucune règle de fond ne vient encadrer l'élaboration de ces notations.** Le label considère comme durable une entreprise qui est notée comme telle par le gérant ou par l'agence de notation extrafinancière à laquelle il a recours. En pratique, ces notations sont le plus souvent élaborées selon une approche dite de *best-in-class* (notation relative des entreprises d'un même secteur) ou de *best-in-universe* (notation relative des entreprises de l'ensemble de l'univers d'investissement). Aucun standard absolu n'est défini pour encadrer ce classement des entreprises, par exemple en définissant des activités économiques autorisées ou interdites ou en définissant des cibles à atteindre pour des indicateurs concrets (émissions de GES par exemple). De plus, aucune règle ne vient encadrer les critères qui permettent de distinguer les entreprises selon leur performance ESG : il peut s'agir d'apprécier la capacité des entreprises à gérer les risques financiers qui découlent de facteurs ESG ou il peut au contraire s'agir de la contribution des entreprises à des objectifs liés au développement durable.

Cette approche de processus, qui n'impose aucune conception sous-jacente de la durabilité, s'expliquait par la volonté, lors de la création du label, de ne pas brider la capacité des acteurs à perfectionner leurs propres méthodologies, dans un marché encore peu mature. Elle s'expliquait aussi par une ambition de neutralité sectorielle<sup>14</sup>, l'approche *best-in-class* permettant de définir comme durables des entreprises issues de tous les secteurs d'activités.

**Les six piliers du référentiel s'inscrivent dans cette approche globale.** Le tableau 1 en propose une vue synthétique. En pratique, le cœur des exigences relèvent des piliers III, IV et VI qui concernent respectivement la sélectivité, l'engagement actionnarial et la mesure de la performance ESG (initialement qualifiée d'« impact »).

#### 1.2.2. La nouvelle version du référentiel introduit des engagements concrets de performance extrafinancière et rehausse à la marge les exigences de processus

**L'apport principal de la nouvelle version du référentiel consiste à rompre avec une pure logique de processus en introduisant une exigence nouvelle, portant sur des indicateurs concrets de durabilité.** Le pilier VI du référentiel prévoyait certes dès sa rédaction initiale que le fonds documente son impact ou sa performance ESG à partir d'indicateurs concrets tels que les émissions des gaz à effet de serre (GES) ou le nombre de controverses relatives aux droits de l'Homme. Toutefois aucune exigence n'était prévue quant au taux de couverture de ces indicateurs ni surtout quant à leur niveau. La nouvelle version du référentiel oblige désormais le fonds à garantir un taux de couverture d'au moins 70 % pour deux de ces indicateurs et surtout à s'engager à ce qu'il témoigne d'un niveau de performance du fonds supérieur à l'indice de référence ou à l'univers de départ. Il doit toutefois être noté que le terme d'impact disparaît du référentiel au profit de l'expression de « *performance ESG* ». Ce choix s'explique par les difficultés méthodologiques associées à la notion d'impact dans le domaine de l'ISR (cf. section 3.5).

Cette révision introduit la première exigence du label liée à une contribution au développement durable. Les gérants restent libres de s'appuyer sur leurs propres définitions de la durabilité pour constituer leurs notations ESG et construire leurs portefeuilles mais uniquement dans la mesure où leur stratégie n'obère pas l'amélioration d'indicateurs concrets dont une liste est proposée en annexe. L'équilibre général du label en faveur d'exigences de processus n'est certes pas remis en cause mais une logique de contribution au développement durable est introduite.

---

<sup>14</sup> Le décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au « label investissement socialement responsable » dispose que ce dispositif vise à distinguer un placement finançant les entreprises qui contribuent au développement durable, « *quel que soit leur secteur d'activité* » (article 1).



## Annexe III

**Par ailleurs, la nouvelle version du référentiel relève le niveau d'exigence en matière de transparence.** Le fonds publie désormais chaque année sur son site internet un inventaire de portefeuille datant de moins de six mois.

**Enfin, il doit être noté que la nouvelle version du référentiel établit un cahier des charges indépendant pour les mandats de gestion.** La comparaison de ses exigences avec celles applicables aux fonds fait apparaître quelques ajustements mineurs pour tenir compte des spécificités propres aux mandats.

Deux différences de fonds doivent toutefois être notées, qui n'apparaissent pas justifiées au regard des différences entre les supports :

- ◆ les critères d'éligibilité des mandats de gestion ne prévoient aucune limitation du recours aux actifs souverains ;
- ◆ l'encadrement des prêts-emprunts de titre, prévu pour les fonds, ne se retrouve pas dans le référentiel applicable aux mandats.

Compte tenu de la similarité globale entre les deux référentiels, la suite de la présente annexe fait toutefois indistinctement référence aux exigences applicables aux OPC et aux mandats.

**Tableau 1 : Synthèse des exigences du label ISR (partie mobilière)**

Pilier	Contenu
1. La définition des objectifs poursuivis à travers la prise en compte de critères ESG	<p>Le fonds doit démontrer que sa stratégie ESG s'appuie sur des objectifs clairement et formellement définis. Ceux-ci :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ peuvent être : « <i>financiers (surplus de performance à moyen terme, réduction du risque, ou arbitrage rentabilité / risque, etc.) ou autres (éthiques, etc.)</i> » ;</li> <li>▪ doivent être précisément déclinés en termes d'attentes environnementales, sociales et de gouvernance.</li> </ul>
2. La méthodologie d'analyse et de notation ESG des émetteurs	<p>La société de gestion présente à l'auditeur sa méthode d'évaluation ESG des émetteurs et les moyens qu'elle met en œuvre pour l'appliquer (effectifs, expertises, formation, recours à des prestataires externes). La labellisation est conditionnée à la démonstration d'un « <i>investissement significatif, mesurable et aligné conforme aux méthodologies et à la stratégie d'investissement de la société de gestion</i> ».</p> <p>Aucun critère ne vient encadrer la construction des notes ESG, par exemple en définissant des standards à partir desquels évaluer la durabilité des entreprises :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ le référentiel indique seulement qu'« <i>un fonds candidat qui déclare une méthodologie d'évaluation ESG qui ne permet pas, concrètement, d'aboutir à une sélection d'actifs ESG ne satisfait pas le présent critère</i> » ;</li> <li>▪ la notion d'« <i>actifs ESG</i> » n'est toutefois pas définie.</li> </ul>
3. La prise en compte des critères ESG dans la construction et la vie du portefeuille (la sélectivité)	<p>Trois exigences visent à garantir que la construction du portefeuille tienne compte des notations ESG des émetteurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ « <i>la part des émetteurs analysés ESG dans le portefeuille du fonds doit être durablement supérieure à 90%</i> » ;</li> <li>▪ le fonds démontre, au choix : <ul style="list-style-type: none"> <li>○ une élimination d'au moins 20 % des plus mauvaises valeurs (au sens de leur notation ESG) de l'univers d'investissement initial ;</li> <li>○ une note ESG moyenne du portefeuille significativement meilleure que la note ESG moyenne de l'univers de départ (i.e. meilleure que celle de l'univers de départ retranché des 20 % des plus mauvaises valeurs).</li> </ul> </li> </ul>

### Annexe III

Pilier	Contenu
	<p>Le recours à trois techniques de gestion est encadré :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ l'utilisation d'instruments financiers dérivés est limitée à une gestion efficace de portefeuille et ne doit pas avoir pour conséquence de dénaturer la politique de sélection ESG ;</li> <li>▪ les prêts-emprunts de titre ne doivent pas s'opposer à l'exercice des droits de vote ;</li> <li>▪ les positions courtes sur des actifs sélectionnés comme ESG sont interdites.</li> </ul> <p>Des règles de transparence sur les performances financières ont également été introduites ici par la nouvelle version du référentiel.</p>
4. L'engagement ESG des émetteurs	<p>Deux types de critères visent à apprécier les moyens mis en œuvre par le fonds pour engager les entreprises détenues sur les enjeux ESG :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ la politique de vote et sa mise en œuvre (vote en AG) doivent être formalisées et publiées ;</li> <li>▪ le contenu et les moyens dédiés à la politique de vote et d'engagement ESG (notamment le nombre de résolutions déposées par catégorie E, S et G) doivent être présentés à l'auditeur sans que des seuils minimaux soient requis ;</li> <li>▪ toute autre action significative auprès des émetteurs doit être décrite à l'auditeur.</li> </ul>
5. La transparence vis-à-vis des investisseurs	<p>Au-delà de la description à l'auditeur de la politique et des supports de communication, deux exigences sont prévues (depuis la nouvelle version) :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ le fonds communique aux investisseurs un « <i>rapport sur la gestion ESG</i> », sur une base au moins annuelle ;</li> <li>▪ le fonds publie chaque année sur son site internet un inventaire de portefeuille datant de moins de six mois.</li> </ul>
6. La performance ESG du fonds	<p>Le fonds doit rendre compte de sa performance ESG à partir d'indicateurs concrets ayant trait à :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ l'environnement, à partir d'au moins un indicateur portant sur les émissions de GES directes et indirectes (scopes 1 et 2) ;</li> <li>▪ les enjeux sociaux (ex : proportion d'administrateurs salariés, taux d'absentéisme, ratio d'équité) ;</li> <li>▪ la gouvernance (ex : pourcentage d'administrateurs indépendants, intégration de critères ESG dans la rémunération variable des dirigeants) ;</li> <li>▪ les droits de l'Homme (ex : part des entreprises couvertes par une convention collective, nombre de controverses relatives aux droits humains).</li> </ul> <p>Des exemples d'indicateurs sont proposés en annexe 4.</p> <p>À partir de 2020, le fonds doit démontrer un meilleur résultat que le benchmark sur au moins un indicateur dont le taux de couverture doit être supérieur à 90 % (un deuxième indicateur sera exigé à partir de 2021 avec un taux de couverture de 70 %).</p>

*Source : Nouvelle version du référentiel du label ISR, annexée à l'arrêté du ministre chargé des finances du 8 juillet 2020.*

## 2. Les exigences du label ISR sont comparables ou supérieures à celles des autres labels, à l'exception majeure de celles tenant à la sélectivité

### 2.1. En renonçant aux exclusions, le label ISR se démarque fortement des autres labels européens

**Tous les principaux labels européens, à l'exception du label ISR prévoient des exclusions** (cf. tableau 2 et tableau 3). Seul le label Luxflag Environnement semble faire également exception mais son encours reste très faible (700 M€). Lors des consultations conduites par la mission, les gestionnaires de labels étrangers ont systématiquement insisté sur l'importance des exclusions comme le socle minimal, le point de départ d'une démarche ISR. L'absence d'exclusion structure fortement la perception du label ISR par ces acteurs étrangers.

**Sur le fond, les périmètres d'exclusions ne se recoupent pas parfaitement mais des lignes de convergence apparaissent.**

Pour les labels les plus généralistes, on observe, hors énergie, une base commune d'exclusions comprenant les armes conventionnelles et non conventionnelles. Le tabac et l'ingénierie génétique sont exclus par la moitié des labels.

S'agissant des exclusions énergétiques, le consensus est presque total à l'encontre du charbon et des fossiles non conventionnels - seul *Luxflag ESG* fait exception. Le nucléaire est également exclu par tous les labels comportant des exclusions énergétiques, étant toutefois entendu que le label *Towards Sustainability* peut autoriser un mix énergétique composé à plus de 30% de nucléaire si celui-ci permet une intensité carbone compatible avec une trajectoire 2°. Les fossiles conventionnels sont strictement exclus par trois labels, le label belge proposant également une approche plus permissive à partir d'une limitation du pétrole à 60 % maximum du revenu de l'entreprise.

Sur le plan des modalités d'exclusion, le seuil de 5 % du chiffre d'affaires est le plus utilisé en matière énergétique. Les exclusions hors énergie précisent leur applicabilité dans la chaîne de valeurs (production de composants, production du bien exclu, vente).

### Annexe III

Tableau 2 : Exclusions hors énergie des labels européens

	Cadres d'exclusions normatives		Armes non conventionnelles	Armes conventionnelles	Tabac	Ingénierie génétique
	Entreprises	Entités souveraines				
<b>Label ISR</b>	Non	Non	Non	Non	Non	Non
<b>LuxFLAG ESG<sup>15</sup></b>	OIT	Listes (UNCS et FATF)	V/P/C <sup>16</sup>	V/P/C	V/P/C	V/P/C
<b>FNG Siegel</b>	Global Compact	Listes (dont Freedom House, biodiversité, corruption, traité de non-prolifération nucléaire)	P	P (5%)	Non	Non
<b>Towards Sustainability</b>	Global Compact	Liste d'États sous sanction et Global Compact	V/P/C	P/C (10%)	V/P (10%)	Non
<b>Umweltzeichen</b>	Cadre propre	Listes (droits humains, peine de mort, budget militaire et soutien au nouveau nucléaire)	V/P	V/P	Non	V/P
<b>Nordic Swan</b>	Cadre propre	Listes (Accord de Paris, sanctions, biodiversité et corruption)	V/P/C	V/P	P	P (bonus)
<b>Greenfin<sup>17</sup></b>	Non	Non	V/P/C	Non	Non	Non

Source : Mission.

<sup>15</sup> Exclut également les activités suivantes : jeux, pornographie, alcool (sauf vin et bière), pesticides interdits, médias antidémocratiques.

<sup>16</sup> V/P/C signifie Vente/Production/Composants.

<sup>17</sup> Exclut également les entreprises réalisant 33 % ou plus de leur chiffre d'affaires dans l'exploitation forestière, sauf si elle gérée de manière durable, et l'agriculture sur tourbière.

### Annexe III

Tableau 3 : Exclusions énergétiques ou climatiques des labels européens

	Exploration et extraction			Production d'électricité		
	Charbon	Fossiles non conventionnels	Fossiles conventionnels	Fossiles	Charbon	Énergie nucléaire
<b>Label ISR</b>	Non	Non	Non	Non	Non	Non
<b>LuxFLAG ESG<sup>18</sup></b>	Non	Non	Non	Non	Non	Oui
<b>FNG Siegel</b>	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Non	Non	Oui (25 %)	Oui (5 %)
<b>Towards Sustainability</b>	Oui (10 %)	Oui (10 %)	Pétrole uniquement (60 %)	Seuils définis par l'intensité carbone de l'énergie (en gCO <sub>2</sub> /kWh). Si informations non disponibles, seuils basés sur le chiffre d'affaire.		
<b>Umweltzeichen<sup>19</sup></b>	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Pétrole uniquement (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)
<b>Nordic Swan<sup>20</sup></b>	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)
<b>Greenfin<sup>21</sup></b>	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)

Source : Mission.

<sup>18</sup> Exclut également les activités suivantes : bois non durable, pratiques environnementales nuisibles, et nucléaire et matière radioactive de façon générale.

<sup>19</sup> Le référentiel mentionne également les exclusions suivantes : la construction et l'exploitation de centrales nucléaires, la fabrication de composants nécessaires à la production d'énergie nucléaire et d'uranium, et dans le cas particulier de l'immobilier, les projets non conforme avec le « klimaativ building standards ».

<sup>20</sup> Exception faite des entreprises engagées dans la transition (qui investissent à plus de 75 % dans des activités liées aux énergies renouvelables sur une période de 3 ans, et que les énergies renouvelables représentent plus de 50 % des revenus issus de la production d'électricité. De plus, l'entreprise doit tirer moins de 0,1 % de ses revenus des sables bitumineux, du pétrole ou du gaz de schiste ou d'autres activités de fracturation et/ou d'extraction de schiste bitumineux.

<sup>21</sup> Exclut également les sociétés dont le chiffre d'affaire excède 5 % sur les activités en lien avec l'ensemble de la filière nucléaire, les sociétés de distribution, de transport et la production d'équipements de service dont plus de 33 % du chiffre d'affaire est réalisé auprès de clients des secteurs exclus (définis dans le tableau 9), les entreprises réalisant 33 % ou plus de leur chiffre d'affaires dans l'exploitation forestière, sauf si elle gérée de manière durable, et l'agriculture sur tourbière.

Annexe III

Tableau 4 : Sélection positive des actifs en portefeuille des labels européens

	Type	Couverture d'analyse ESG	Sélection positive ESG	Sélection positive climat	Exigence de moyens ESG
<b>Label ISR</b>	« Pass or Fail »	> 90 %	Réduction de l'univers investissable d'au moins 20% sur les critères ESG, ou note ESG moyenne du portefeuille meilleure que celle de l'univers de référence après élimination de 20% des plus mauvaises valeurs	Non	Oui
<b>LuxFLAG ESG</b>	« Pass or Fail »	100 %	Définition d'une stratégie de sélection ESG Mise en place de processus ESG cohérents avec la stratégie	Non	Oui
<b>FNG Siegel</b>	« Pass or Fail »	100 %	Définition d'une stratégie ESG explicite	Non	Non
	Notation	Non	Qualité de la sélection et de la due diligence ESG, Au niveau de la société de gestion, définition d'une stratégie responsable et intégration ISR au sein de tous ses fonds,	Non	Oui
<b>Towards Sustainability</b>	« Pass or Fail »	100 %	Réalisation d'une due diligence portant sur les risques ESG Définition de la stratégie de sélection ESG	Non	Oui
<b>Umweltzeichen</b>	« Pass or Fail »	100 %	Intégration de critères de sélection ESG Définition d'une stratégie de sélection ESG (si « best-in-class » ou notation : réduction d'au moins 50 % de l'univers investissable)	Non	Non
	Notation	Non	Qualité de la due diligence ESG Si « best-in-class » ou notation : réduction de plus de 50 % de l'univers investissable	Non	Oui

### Annexe III

	Type	Couverture d'analyse ESG	Sélection positive ESG	Sélection positive climat	Exigence de moyens ESG
<b>Nordic Swan</b>	« Pass or Fail »	>90 %	Au moins 50 % du portefeuille doit être investi dans des titres associés aux meilleures pratiques ESG	Non	Oui
	Notation	100 %	Identification d'inclusions, et/ou d'exclusions sur des entreprises indirectement engagées dans une activité comme non durable	Seuils de 10/22/35/50 % du chiffre d'affaire vert (selon l'ICMA) consolidé à l'échelle du portefeuille.	Non
<b>Greenfin</b>	« Pass or Fail »	Non	Veille active des controverses ESG des sous-jacents	Portefeuille composé d'au moins 20 % d'émetteurs avec 50 % d'éco-activités, et au plus 25 % d'émetteurs avec moins de 10 % d'éco-activités.	Non

Source : Mission.

## 2.2. En encadrant étroitement l'approche de sélection des valeurs, le label ISR apparaît à la fois plus prescriptif et moins rigoureux que d'autres labels

**Les autres labels apparaissent moins prescriptifs s'agissant de l'approche ESG retenue, dans la mesure où sa significativité est démontrée** En effet, les autres labels européens exigent du fonds qu'il définisse une stratégie ESG parmi une liste, souvent fondée sur celle d'Eurosif. Elle comprend la sélection négative/exclusion, la sélection positive selon les approches « *best-in class* », « *best-in-universe* » et « *best-effort* », la sélection normative, l'intégration ESG, les investissements thématiques, les investissements d'impact, l'engagement et dialogue. En plus des exclusions imposées, il est souvent possible d'allier plusieurs stratégies ; certaines sont considérées comme insuffisantes seules, telles que l'engagement actionnarial.

**Paradoxalement, les critères du label ISR, fondés sur la comparaison à l'univers investissable, aboutissent, en pratique, à des exigences plus malléables.** En premier lieu le label ISR est légèrement moins exigeant s'agissant du taux de couverture de l'analyse ESG, fixé à 90 % contre 100 % dans la plupart des autres labels. Surtout, la pratique suggère que l'univers investissable de départ peut être modulé afin d'atteindre l'exigence de sélectivité sans modifier le portefeuille. C'est pour parer à un tel risque que la doctrine de l'AMF prévoit que : « *lorsque l'approche se réfère à l'univers d'investissement, celui-ci doit être cohérent avec l'univers qui aurait été sélectionné pour un fonds similaire ne présentant pas de caractéristiques extra-financières, afin d'éviter une réduction ou une amélioration « artificielle » de l'univers d'investissement. À ce titre, la composition de cet univers doit uniquement être déterminée à partir de la stratégie du fonds et des actifs qu'il est en mesure de sélectionner.* »<sup>22</sup>.

## 2.3. En dehors de la sélectivité, les exigences du label ISR, telles qu'actualisées par la V2, n'apparaissent pas en retrait des meilleures pratiques européennes

**Le label ISR apparaît exigeant en termes d'engagement actionnarial, notamment au niveau de la transparence et des moyens mis en place pour l'assurer.** En effet, *Towards Sustainability* n'a rendu ce critère obligatoire que pour les seules entreprises ayant des activités en lien avec l'énergie fossile. *LuxFLAG ESG* et *Greenfin* ne l'exigent pas non plus, alors que *FNG-Siegel*, *Nordic Swan* et *Umweltzeichen* se contentent de le récompenser dans leur notation.

Toutefois, le label ISR n'exige pas un pourcentage minimum de vote réalisés ni d'émetteurs avec lesquels un dialogue a été établi. En revanche, de telles cibles quantitatives existent au niveau de *Nordic Swan* et *FNG Siegel*, mais pour leur seule notation.

**Le label ISR est le premier label à rendre obligatoire la publication et le suivi d'indicateurs d'impact ou, depuis la nouvelle version du référentiel, de performance ESG.** En effet, excepté pour le label *Greenfin*, la publication d'indicateurs bruts n'est jamais rendue obligatoire par les autres labels. Elle rapporte seulement des points au sein de la notation de *Nordic Swan*, d'*Umweltzeichen* et de *FNG-Siegel*.

---

<sup>22</sup> AMF, *DOC-2020-03 : Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières*, document créé le 11 mars 2020, modifié le 27 juillet 2020.



### Annexe III

S'agissant de la transparence, le label ISR apparait en ligne avec le niveau d'exigence moyen des labels européens, mais le parangonnage fait apparaître des pistes d'amélioration (cf. tableau 5). Le label ISR prévoit un rapport annuel détaillé qui se retrouve également dans les autres labels, même si la forme peut être différente. Toutefois, le rythme de publication de l'inventaire est plus lent dans le cas du label ISR. Une bonne pratique s'observe également avec le label *Towards Sustainability* qui diffuse, sur son site internet, une fiche synthétique de présentation de chacun des produits labellisés.

**Tableau 5 : La transparence au sein des labels européens**

	Publication de l'inventaire	Type	Transparence ESG	Transparence climat
<b>Label ISR</b>	Annuelle	« Pass or Fail »	Rapport annuel détaillé sur la gestion ESG Suivi des performances ESG et des indicateurs comparés au benchmark Politique de vote publique	Non
<b>LuxFLAG ESG</b>	Annuelle	« Pass or Fail »	Non	Non
<b>FNG Siegel</b>	Selon la fréquence prévue dans le code de transparence	« Pass or Fail »	Publication d'un rapport de « durabilité », de la déclaration du code de transparence Eurosif et de la stratégie de durabilité	Pour les fonds thématiques : définition des activités durables.
		Notation	Document détaillant formellement la politique d'engagement Publication de la performance ESG trimestrielle comportant les indicateurs d'impact, des données brutes ESG, la notation ESG comparée au benchmark du fonds	
<b>Towards Sustainability</b>	Trimestrielle	« Pass or Fail »	Document détaillant la politique d'exclusion, les stratégies durables poursuivies et la gestion des risques ESG et climat Rapport d'engagement actionnarial si nécessaire Fiche produit sur le site internet	
<b>Umweltzeichen</b>	Mensuelle	« Pass or Fail »	Document présentant les caractéristiques ESG du fonds et sa politique d'engagement actionnarial	Présentation des cinq émetteurs les plus durables du fonds
		Notation	Non	Non
<b>Nordic Swan</b>	Trimestrielle	« Pass or Fail »	Rapport public annuel présentant les caractéristiques ESG du fonds	
		Notation	Rapport annuel d'engagement dont statistiques de vote Publication de l'analyse de sélection des entreprises positionnées sur la transition écologique	
<b>Greenfin</b>	Annuelle	« Pass or Fail »	Informations sur les moyens mobilisés pour le processus de veille et de gestion des controverses ESG	Description des objectifs et impacts du fonds Documentation claire sur la méthodologie d'évaluation de la part verte du fonds

Source : Mission.

### 3. Pour atteindre les objectifs assignés au label, plusieurs pistes d'évolution du référentiel se dessinent

#### 3.1. Le choix d'un label inclusif, à vocation européenne, orienté vers l'épargnant et la contribution à un modèle durable implique des exigences simples, concrètes et concertées

Pour mémoire, l'annexe I au présent rapport propose de refonder le cadre stratégique du label ISR à partir des quatre éléments suivants :

- ◆ le ciblage de l'épargnant particulier ;
- ◆ la promesse d'une allocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable ;
- ◆ le maintien d'une approche généraliste et inclusive ;
- ◆ la réaffirmation d'une ambition européenne.

Ces objectifs déterminent les pistes d'évolution proposées par la mission s'agissant des exigences du label ISR.

**En premier lieu, le choix de cibler l'épargnant particulier et de lui promettre une contribution au développement durable appelle des exigences simples et concrètes.** La définition des exigences doit procéder très directement de la promesse faite par le label, tant du point de vue de son contenu que de son destinataire. À chaque critère du label doit pouvoir être rattachée une contribution concrète à l'objectif de réallocation de l'épargne vers un modèle économique durable. Sur beaucoup de questions techniques, un arbitrage apparaît entre la simplicité du critère et sa bonne adaptation aux divers cas particuliers. Dans la détermination de ces arbitrages, il est recommandé de prioriser la simplicité.

**En deuxième lieu, le maintien d'une approche inclusive qui ne soit pas pour autant synonyme de banalisation du label implique de relever son niveau d'exigence.** La doctrine de l'AMF<sup>23</sup> établit désormais un standard minimal du marché de l'ISR, en retenant des critères proches de ceux du label, du moins dans sa version initiale. Dans ce contexte, le label ISR ne peut plus être conçu comme un simple standard de marché car ce rôle est désormais directement assumé par le régulateur. Aussi convient-il de veiller, dans la définition des exigences du label à ce qu'elles dépassent le standard fixé par l'AMF, sans toutefois limiter l'encours labellisé à une niche.

**Enfin, l'inscription dans le contexte européen contraint aussi étroitement la définition des exigences.**

À ce titre, il convient de veiller à la bonne articulation du label avec les catégories de produits durables définies par le droit européen. Il apparaît indispensable que les produits labellisés ISR soient également reconnus comme durables au sens du droit de l'Union. Cela implique concrètement que le label ISR :

- ◆ prévoit des exigences *a minima* égales à celles qui seront prévues pour autoriser la proposition d'un produit à un épargnant émettant des préférences ESG. Ces exigences sont en cours d'être précisées à l'occasion de la revue des règles applicables au « *suitability test* » (amendements aux actes délégués des directives dites « *MiFID II* »<sup>24</sup> et « *IDD* »<sup>25</sup>) ;

---

<sup>23</sup> AMF, *DOC-2020-03*, précit.

<sup>24</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

<sup>25</sup> Directive (UE) 2016/97 du Parlement européen et du Conseil du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances.

### Annexe III

- ◆ soit également articulé avec les catégories définies par le règlement *Disclosure*<sup>26</sup> (article 8 ou 9) ;
- ◆ s'il devait prévoir une définition des activités économiques durables, applique les critères définis par le règlement *Taxonomy*<sup>27</sup> en matière environnementale.

L'inscription dans le contexte européen implique aussi de tenir compte, dans la définition des exigences, d'un objectif de rapprochement entre les labels européens. Une attention forte devra en particulier être portée sur les modalités de rédaction des exclusions afin de favoriser les équivalences sous conditions entre les labels.

## 3.2. Le périmètre du label doit être limité à des produits compréhensibles et crédibles mais offrant une variété de profils risques-rendements

### 3.2.1. Il est souhaitable de conforter et d'étendre l'ouverture à une large gamme de véhicules mobiliers et immobiliers

**Dans sa partie mobilière, le périmètre du label ne fait pas apparaître de lacunes ou de difficultés particulières.** Il est en ligne avec les pratiques européennes et permet la labellisation d'une large gamme de produits.

Sur cette base, la mission recommande de poursuivre, à l'avenir, le mouvement d'extension du périmètre du label, *a minima* aux fonds de capital-investissement. Une telle extension serait particulièrement cohérente au regard des objectifs rénovés du label. Caractérisé par un engagement fort de l'investisseur dans la gestion de l'entreprise ou de l'infrastructure, ce mode d'investissement permet une démonstration plus aisée de l'impact. Il se caractérise toutefois par des méthodes de construction des portefeuilles et par une disponibilité de la donnée extrafinancière radicalement différentes de ce qui existe en matière d'actifs cotés. Aussi conviendrait-il de travailler à un cahier des charges spécifiques, sur le modèle de ce qui a été fait en matière immobilière. La mission recommande également de cibler prioritairement les fonds de capital-investissement agréés par l'AMF, c'est-à-dire destinés aux investisseurs particuliers<sup>28</sup>. Un tel travail pourrait être amorcé par la gouvernance du label en lien avec *France Invest*.

Par ailleurs, une réflexion sur l'extension du label aux supports d'épargne bancaire pourrait, le cas échéant, être envisagée. Plusieurs labels étrangers autorisent la certification de supports bancaires tels que des livrets ou compte épargne. Une telle possibilité a été évoquée pour le comité du label ISR<sup>29</sup>. Les dépôts bancaires rémunérés représentent en France 1 077,2 Md€, dont 278,1 Md€ hors épargne réglementée<sup>30</sup>. Une telle extension permettrait ainsi d'élargir sensiblement le périmètre du label. Des obstacles importants devraient toutefois être surmontés tenant à l'articulation d'une épargne bancaire labellisée avec l'épargne réglementée, ainsi qu'à l'adaptation des exigences du label aux spécificités du financement bancaire.

---

<sup>26</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

<sup>27</sup> Règlement (UE) 2020/852 du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables, article 4.

<sup>28</sup> Les fonds communs de placement à risques (FCPR), les fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI), les fonds d'investissement de proximité (FIP).

<sup>29</sup> Compte rendu de la séance du 24 juin 2019.

<sup>30</sup> Banque de France, *Epargne et Patrimoine financiers des ménages - France - T2 2020*.

Dans le champ immobilier, le périmètre du label ne suscite pas de remarques particulières. Il conviendra de veiller à la bonne diffusion du label sur ce nouveau marché.

**Proposition n° 1** : veiller au maintien d'un périmètre large du label et préparer son extension aux fonds de capital investissement.

### 3.2.2. L'usage des dérivés mériterait d'être clarifié afin de garantir la simplicité des produits, sans toutefois obérer une gestion efficace des portefeuilles

L'équilibre consacré par le référentiel en matière d'usage d'instruments dérivés est satisfaisant mais sa déclinaison précise pourrait être clarifiée. Le recours aux dérivés est inséparable des techniques de gestion moderne et peut permettre d'adapter une approche ISR à une variété plus large de profils d'investisseur. Il peut toutefois également obérer la simplicité du produit et aller à l'encontre des objectifs poursuivis par la prise en compte de critères ESG.

En l'état du référentiel<sup>31</sup>, « l'utilisation d'instruments financiers dérivés doit se limiter à des techniques permettant une gestion efficace du portefeuille de titres dans lesquels le fonds candidat est investi. » Elle ne doit pas « avoir pour conséquence de dénaturer significativement ou durablement la politique de sélection ESG ». L'annexe 3 du référentiel précise les exigences qui découlent de ces principes. L'utilisation de produits dérivés est permise à titre de couverture ou d'exposition. S'agissant des instruments de gré à gré, il est demandé au gérant de conduire une analyse ESG de la contrepartie.

Les consultations conduites par la mission ont fait apparaître, de la part de certaines sociétés de gestion, un besoin de précision des règles établies dans l'annexe 3 du référentiel, sans que soit contesté le principe posé par le pilier III. L'autorisation explicite des dérivés obligataire à des fins de couverture est demandée. La question de l'autorisation explicite des dérivés sur devises, matières premières hors agricoles et indice de volatilité est notamment posée.

La labellisation des fonds dit « synthétiques » mériterait d'être clairement exclue. La question a émergé, lors des consultations conduites par la mission, de savoir si ces fonds reposant sur la réplique synthétique, c'est-à-dire via des dérivés, de la performance d'un ensemble de titres ou d'un indice pouvaient être labellisés. Une telle pratique de gestion, fondée sur l'usage exclusif de dérivés, n'apparaît pas conciliable avec l'objectif d'engagement actionnarial ni avec le besoin de proposer un produit facilement compréhensible pour l'épargnant.

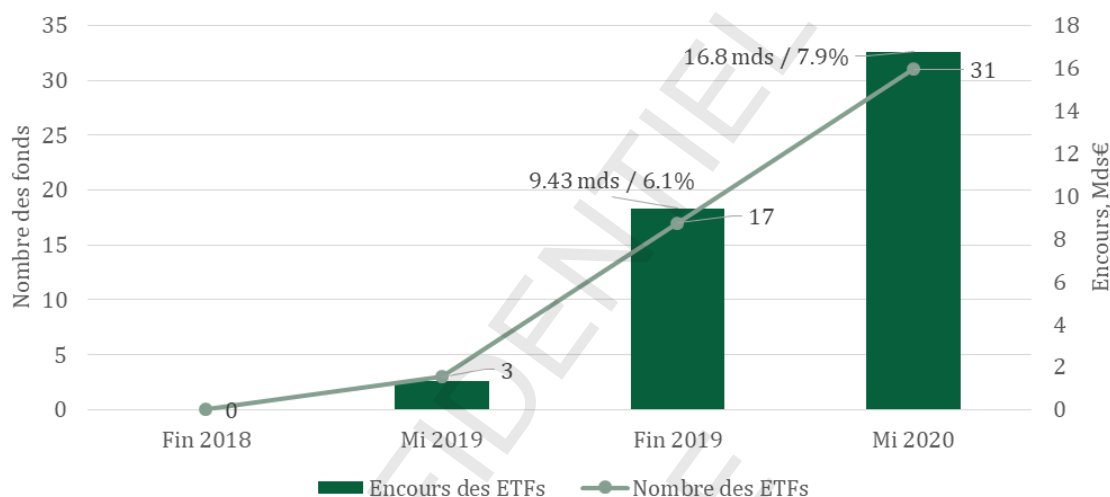
**Proposition n° 2** : clarifier les modalités de recours aux instruments financiers dérivés en recherchant un équilibre entre simplicité des produits, effectivité de la politique de sélection ESG et gestion efficace des portefeuilles.

### 3.2.3. Les fonds passifs doivent pouvoir être labellisés, mais sans doute pas au même niveau que les fonds actifs

Les fonds gérés passivement ou de manière indicielle représentent une part croissante et désormais importante de l'encours labellisé. Les chiffres disponibles pour les fonds indiciels côtés témoignent de cette évolution (cf. graphique 1). Depuis fin 2018, ces derniers ont progressé de manière très dynamique pour atteindre un encours labellisés de 16,8 Md€ soit 7,9 % de l'encours total. Cette évolution procède en majeure partie de l'engagement de sociétés de gestion internationales, spécialistes de la gestion passive : avec dix ETF labellisés, la société Blackrock représentait un encours de 9,3 Md€.

---

<sup>31</sup> Pilier III, critère 3.2.

Graphique 1 : Labellisation des fonds indiciels cotés (*exchange traded funds – ETF*)

*Source : Etude de l'évolution du label ISR public français et fonds labellisés, Chen Hongxin, sous la direction de Grégoire Cousté (FIR) et Nicolas Mottis (Polytechnique).*

### Or, la labellisation de fonds passifs soulève deux types de difficulté.

- ◆ en premier lieu, sur le terrain spécifique de l'ISR, la capacité des fonds passifs à mettre en œuvre une démarche d'engagement actionnarial significative pose question. La proposition de valeur de la gestion passive réside en partie dans des frais de gestion faibles ce qui obère la capacité du gérant à déployer les moyens d'analyse et de dialogue nécessaires au déploiement d'une politique de vote et d'engagement ambitieuse. Surtout, la gestion passive exclut par définition l'investissement ou le désinvestissement discrétionnaire, ce qui diminue également la capacité du fonds à engager les émetteurs ;
- ◆ en second lieu et de manière plus générale, l'opportunité de mettre en valeur ces fonds via un label peut être questionnée alors que leur impact sur le fonctionnement des marchés financiers est débattu. La gestion passive se définit en effet par l'absence d'une analyse fondamentale des émetteurs. L'impact d'une généralisation de cette gestion sur la formation des prix fait en particulier l'objet d'un débat au sein de l'industrie, de la régulation et de la sphère académique.

### Toutefois, plusieurs arguments plaident pour une inclusion des fonds passifs dans le périmètre du label :

- ◆ si l'on met de côté l'engagement actionnarial, une part importante des critères de l'investissement responsable, au premier rang desquels la sélectivité, sont compatibles avec une gestion passive. Aussi une gestion passive ISR n'est-elle pas dénuée de sens. Elle présente même une utilité au regard d'un objectif de réallocation de l'épargne au profit d'un modèle économique durable ;
- ◆ l'évolution des pratiques de gestion conduit à brouiller partiellement la frontière entre gestion passive et active. En effet, la sophistication croissante qui s'observe dans la création et l'administration des indices, notamment les indices ESG, rapproche certaines gestions passives d'une gestion active déléguée à un administrateur d'indices ;
- ◆ enfin, la gestion passive représente une part dynamique de la gestion d'actifs, qu'il semble inopportun de ne pas embarquer dans la démarche de l'investissement responsable. Ces fonds offrent des combinaisons risque-rendement qui sont pertinentes pour une proportion non-négligeable des épargnants.

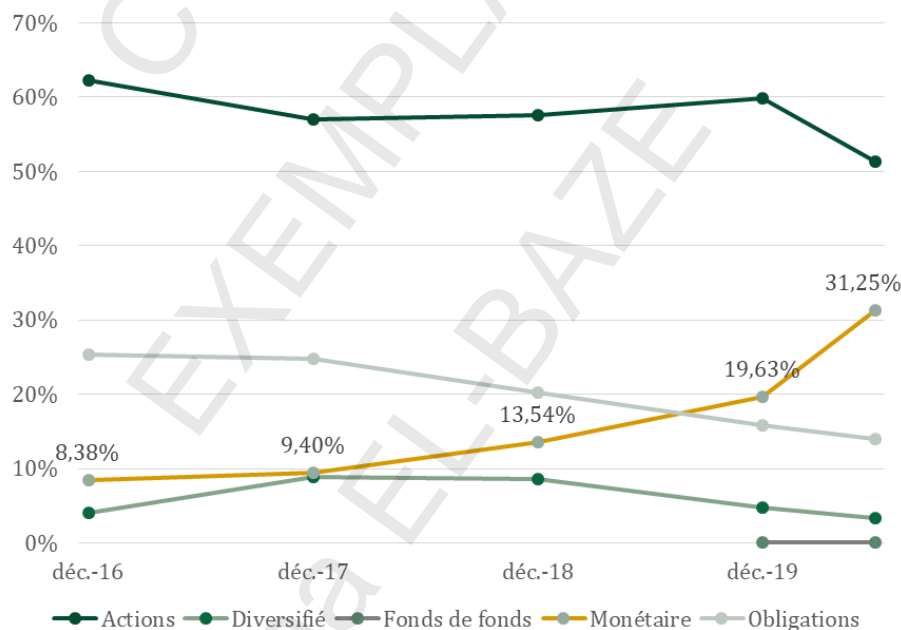
Dans ce contexte, s'il n'apparaît pas souhaitable d'exclure les fonds passifs, il semble nécessaire de signifier à l'épargnant que ces derniers relèvent d'une approche d'investissement responsable moins exigeante. Aussi la mission recommande-t-elle d'intégrer la distinction entre fonds passifs et fonds actifs dans le barème d'un label à niveaux (cf. section 4.3.1).

**Proposition n° 3 : confirmer la possibilité de labelliser des fonds passifs mais signifier à l'épargnant, par le biais d'un label à niveaux, qu'ils relèvent d'une approche ISR moins significative.**

### 3.2.4. Il n'apparaît pas opportun de revenir sur la labellisation des fonds monétaires mais il devrait être clairement indiqué à l'épargnant que ces démarches relèvent d'un niveau d'exigence ESG minimal

Les fonds monétaires progressent aussi très rapidement en proportion de l'encours labellisé. S'ils représentaient autour de 10 % de l'encours en 2016, ils ont connu une dynamique forte à partir de 2018 pour atteindre, en 2020, 66,2 Md€, soit 31,3 % de l'encours total.

Graphique 2 : Evolution de la part de chaque classe d'actifs dans l'encours labellisé (2016-2020)



*Source : Etude de l'évolution du label ISR public français et fonds labellisés, Chen Hongxin, sous la direction de Grégoire Cousté (FIR) et Nicolas Mottis (Polytechnique).*

La possibilité de déployer une démarche ISR exigeante sur cette classe d'actifs pose encore plus question qu'en matière de gestion passive. Les fonds monétaires se caractérisent par un accompagnement à court-terme des émetteurs, *via* des financements de trésorerie. Aussi une démarche ESG est-elle, dans ce domaine, limitée pour l'essentiel à la sélectivité. Pour autant, cette sélectivité reste effective dans une perspective de réallocation de l'épargne. Les fonds monétaires offrent également un profil rendement-risque attractif pour certains épargnants.

Dès lors, s'il apparaît délicat d'exclure ces produits, il est en tout état de cause nécessaire de signifier clairement à l'épargnant qu'ils relèvent d'une démarche ISR moins significative. Le barème d'un label à niveaux devrait donc également tenir compte de la classe d'actifs détenus par le fonds afin de rendre visible à l'épargnant la spécificité de ces démarches.

**Proposition n° 4 : maintenir la labellisation des fonds monétaires, sous réserve que leur niveau minimal d'exigence apparaisse clairement dans le cadre d'un label à niveaux.**

### **3.3. S'agissant de la sélectivité, les exclusions apparaissent incontournables, au côté d'une ouverture plus large quant aux stratégies ESG**

#### **3.3.1. Le recours à des exclusions ciblées et évolutives apparaît indispensable à la crédibilité du label, sans pour autant obérer nécessairement la contribution à la transition**

##### **3.3.1.1. Un ajout indispensable et réaliste**

L'ajout d'exclusions au référentiel du label ISR apparaît d'abord indispensable pour préserver sa crédibilité auprès de l'épargnant. La détention, dans un fonds labellisé ISR, d'actifs perçus comme incompatibles avec le développement durable est incompréhensible pour l'épargnant. C'est le sens de l'étude publiée le 22 octobre 2020 par l'association *Reclaim Finance*<sup>32</sup> (cf. annexe I), qui dénonce la présence dans des placements labellisés d'entreprises controversées sur le plan environnemental (e.g. secteur des énergies fossiles) ou social (e.g. violation des droits des travailleurs).

La clarification des objectifs du label autour d'une promesse de contribution au développement durable pose la question des exclusions avec une acuité renouvelée. Si le label promet à l'épargnant une contribution de son placement au développement durable, il doit en même temps garantir une absence de préjudice significatif de ce même placement envers l'environnement, les droits sociaux et humains. Aussi, les exclusions doivent-elles être comprises comme une exigence minimale, qui ne permet certes pas de démontrer une contribution positive, mais qui est une condition indispensable à la crédibilité du discours proposé à l'épargnant.

---

<sup>32</sup> Reclaim Finance, *Epargne : nos économies au service du chaos social et climatique*, octobre 2020.

**Les exclusions apparaissent également indispensables à la bonne inscription du label ISR dans son environnement européen.**

Il en va en premier lieu de l'inscription du label ISR dans le champ des produits durables tels que défini par le droit de l'Union. Dans l'attente des amendements aux actes délégués des directives dites « MiFID II »<sup>33</sup> et « IDD »<sup>34</sup>, il n'est pas possible de décrire avec précision les critères qui devront être ceux du label afin d'assurer que les produits labellisés puissent être proposés aux épargnants exprimant des préférences ESG. Toutefois, il est permis de supposer que des exclusions minimales seront nécessaires. En effet, le droit européen en matière de finance durable fait de multiples références au principe d'absence de préjudice important (« *do not significantly harm* »). L'article 17 du règlement *Taxonomy*<sup>35</sup> énonce ce principe pour la définition des activités durables sur un plan environnemental. Le règlement *Disclosure*<sup>36</sup> définit les « *investissement durables* » (article 9) comme contribuant à un objectif environnemental ou social, tout en ne causant pas de préjudice important aux autres facteurs ESG. Concrètement, éviter un préjudice important ou significatif revient à exclure les activités les plus nocives.

Il en va également de la crédibilité et de la capacité de rapprochement du label ISR vis-à-vis des autres labels européens de finance durable. Tous sans exceptions prévoient des exclusions sectorielles (cf. section 2.1). L'approche du label ISR, qui se fonde sur une conception française historiquement centrée sur le *best-in-class* et la neutralité sectorielle, n'apparaît plus pertinente au regard de l'évolution du marché. Les consultations conduites par la mission montrent que l'absence d'exclusions au sein du label ISR obère sa crédibilité aux yeux des acteurs étrangers. L'évolution vers des équivalences, *a minima* sous condition, impose le recours aux exclusions.

**De surcroît, la critique des exclusions sur le fondement de leur incompatibilité avec une approche de transition n'apparaît pas entièrement fondée.** Certes, l'exclusion de secteurs peu performants sur un plan ESG prive les investisseurs de la possibilité d'engager et d'accompagner des émetteurs à fort potentiel d'amélioration. Toutefois, il est possible de définir des listes d'exclusions permettant de parer, au moins en partie, à cette critique.

Sur le principe, les lignes directrices définies par l'OCDE à l'attention des investisseurs institutionnels<sup>37</sup> proposent une conciliation entre les pratiques d'exclusions et l'objectif de l'investisseur responsable d'engager les émetteurs en faveur de la transition. Concrètement, l'exclusion est admise si l'activité économique en cause présente des impacts négatifs sévères<sup>38</sup>. Cette notion, bien qu'indépendante des catégories du droit de l'Union, peut faire écho à celle de préjudice significatif ou important.

Dans les modalités mêmes d'exclusion, il est possible de prévoir une attention à la transition des acteurs. Des seuils d'exclusion progressifs peuvent être prévus ou des exemptions peuvent être ménagées pour les émetteurs qui témoignent d'une détermination à modifier leurs pratiques.

---

<sup>33</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

<sup>34</sup> Directive (UE) 2016/97 du Parlement européen et du Conseil du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances.

<sup>35</sup> Règlement (UE) 2020/852 du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables, article 17.

<sup>36</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, article 9.

<sup>37</sup> OECD, *Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, 2017.

<sup>38</sup> *Ibid.* : "Under the OECD Guidelines, divestment should in most cases be a last resort or reserved only for the most severe adverse impacts. However, in some cases, exclusion may be a first response to adverse impacts. For example, some investment institutions have exclusion policies for highly damaging industries or products or those with potential systemic negative impacts".



**Enfin, l'ajout d'exclusion apparaît réaliste dans la mesure où il viendrait uniquement confirmer et approfondir une pratique de place déjà bien installée.** Les arguments qui plaident en faveur d'exclusions dans le référentiel du label poussent également les sociétés de gestion à développer leurs propres exclusions. Aussi l'intégralité des sociétés rencontrées par la mission mettent-elles en œuvre une politique interne d'exclusion. Certes le champ de ces exclusions ne se recoupe pas parfaitement mais le principe en est universellement admis.

À titre d'exemple, la convergence apparaît particulièrement forte s'agissant du charbon. Ce type d'exclusion fait déjà l'objet d'une large appropriation au sein de la place de Paris, dans le sillage de l'engagement du 2 juillet 2019. Selon le dispositif de suivi mis en place par l'AMF et l'ACPR, parmi les vingt principales sociétés de gestion, seize disposaient d'une politique charbon et une seule indiquait ne pas souhaiter s'en doter du fait de son activité<sup>39</sup>. Le charbon fait d'ailleurs l'objet d'une exclusion explicite dans le référentiel du label Relance.

#### 3.3.1.2. Des exclusions ciblées

**La mission recommande d'inclure dans le référentiel du label ISR un socle minimal d'exclusion**, susceptible de garantir à la fois la crédibilité du label pour l'épargnant, son alignement avec les pratiques européennes et le maintien d'un univers d'investissement suffisamment large :

- ◆ en premier lieu, il est recommandé de faire référence à un cadre d'exclusion générale, surtout pour les entreprises et dans une moindre mesure pour les États :
  - une pratique largement diffusée au sein de la place et des labels consiste à exclure les émetteurs soupçonnés de violation graves et/ou répétées des principes du **Pacte Mondial** (*UN Global Compact*) ;
  - pour les financements souverains, une telle référence est dans certains cas moins nécessaire car des listes d'exclusions s'imposent déjà comme des obligations normatives (e.g. sanctions du conseil de sécurité des Nations-Unis ou exclusions de pays dans le cadre de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme) ;
- ◆ en deuxième lieu, il est recommandé de consacrer l'exclusion des secteurs les plus controversés sur le plan ESG, selon une approche stricte (fondée par exemple sur l'exclusion d'entreprises exposées à ces secteurs à hauteur de plus de 5 % de leur chiffre d'affaires) :
  - la vente et la production d'**armes non-conventionnelles** (telles que les mines antipersonnelles<sup>40</sup> et les armes à sous munitions<sup>41</sup>) ainsi que leurs composants, font déjà l'objet de garanties en droit international mais leur exclusion explicite peut être utile au regard du champ d'application de ces conventions ;
  - la vente et la production de **tabac** devraient également faire l'objet d'une exclusion stricte ;
  - la **déforestation**, définie comme les activités forestières non-durables au sens des principaux standards internationaux devraient aussi faire l'objet d'une exclusion stricte.

---

<sup>39</sup> AMF/ACPR, *Les politiques « charbon » des acteurs de la place financière de paris : premier rapport de suivi et d'évaluation, novembre 2020.*

<sup>40</sup> Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des mines antipersonnel et sur leur destruction, dite « Convention d'Ottawa », 1997.

<sup>41</sup> Convention sur les armes à sous munitions, dite « Convention d'Oslo », 2008.

- ◆ en troisième lieu, il est recommandé de prévoir un socle spécifique d'exclusions climatiques, ayant trait à l'exposition aux énergies fossiles. Pour ces exclusions, il est recommandé de recourir à des seuils de plus en plus rigoureux dans le temps (cf. section 3.3.1.3) :
  - il est recommandé d'exclure les entreprises impliquées dans l'exploration et l'extraction du **charbon** ;
  - l'exploration et l'extraction de **pétrole et gaz non conventionnels**<sup>42</sup> devraient également être exclues ;
  - s'agissant de la **production d'électricité et de chaleur**, il est recommandé, sur le modèle du label belge *Towards Sustainability*, de fonder les exclusions sur des critères d'émissions compatibles avec le scénario 2 ° de l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE). Un seuil d'exclusion de la production sur la base du recours au charbon et éventuellement au gaz non conventionnel pourra également être prévu, comme critère alternatif en l'absence de données fiables sur les émissions.

**Le parangonnage des labels européens suggère d'autres pistes d'exclusion, qui apparaissent toutefois plus contraignantes et sans doute moins praticables à court terme au regard de l'univers d'investissement des gestionnaires français :**

- ◆ le secteur du pétrole et gaz conventionnel devrait faire l'objet d'un traitement subtil. Aucune trajectoire de transition vers une économie neutre en carbone ne prévoit la fin à court terme du rôle économique primordial joué par ce secteur, en particulier s'agissant du gaz naturel. À titre d'exemple et sur le modèle du label belge, il pourrait être envisagé d'exclure les entreprises pétrolières qui tirent moins de 40 % de leur revenus du gaz naturel ou des énergies renouvelables ;
- ◆ le secteur des armes conventionnelles pourrait également faire l'objet d'une exclusion qui devrait toutefois être très précise quant à son champ d'application dans la chaîne de valeurs (question des composants) ;
- ◆ d'autres exclusions pourraient également être envisagées notamment sur certains intrants agricoles (pesticides) ou en matière d'ingénierie génétique.

**En tout état de cause, il n'est pas recommandé de suivre le reste des labels européens dans une exclusion de la filière nucléaire.** Cette énergie est un pilier essentiel de la stratégie nationale bas-carbone (SNBC) de la France, qui prévoit 50 % de production d'électricité par du nucléaire à horizon 2035.

### 3.3.1.3. Des exclusions évolutives

**De manière générale, il sera nécessaire d'adapter la liste des exclusions, en fonction de l'évolution des attentes de la société et également des transformations économiques qui pourraient affecter la profondeur de certains marchés.** La transition de l'appareil productif vers un modèle économique plus durable autorisera davantage d'exigences en matière d'exclusion. Aussi une revue périodique du référentiel apparaît-elle particulièrement nécessaire à cet égard (cf. section 4.3.2).

---

<sup>42</sup> La définition couramment admises de ces ressources fossiles recouvrent le pétrole et gaz de schiste ainsi que les forages arctiques.

**S'agissant en particulier des exclusions énergétiques, il est nécessaire de définir, en amont, une trajectoire progressive d'exclusion, fondée sur des scénarios climatiques.** Une ambition de contribution à la transition implique de pouvoir accompagner la transformation d'acteurs à fort potentiel d'amélioration. Concrètement, les exclusions du charbon et des fossiles non-conventionnels devraient se traduire par un corridor de réduction de la part que ces énergies peuvent représenter dans les revenus d'un émetteur. L'investisseur serait tenu d'articuler sa politique d'engagement avec ces contraintes de désinvestissements. Sur ce point comme de manière plus générale en matière d'exclusion<sup>43</sup>, les exigences posées par le label belge peuvent constituer une base de départ pour les travaux de déclinaison précise que devra engager le label ISR (cf. figure 3).

**Figure 3 : Evolution dans le temps des exclusions énergétiques prévues par le label  
Towards Sustainability**

ENERGY SECTOR COMPANIES	2019	2020	2021 <sup>95</sup>	2022	2023	2024	2025
<b>Coal and unconventional oil &amp; gas supply</b>							
Max. % revenue from thermal coal extraction	10	10	10	5	5	5	0 <sup>96</sup>
Max. % revenue from unconventional oil & gas extraction	10	10	10	5	5	5	0
<b>Conventional oil &amp; gas supply</b>							
Min. % revenue based on natural gas or renewable energy	>40	>40	Review	Review	Review	Review	Review
<b>Electricity generation</b>							
Max. carbon emission intensity (gCO <sub>2</sub> /kWh)	429	408	393	374	354	335	315
If carbon emission intensity data is not available:							
Max. % power production based on coal	10	10	10	10	10	10	0
Max. % power production based on oil & gas	30	30	30	30	30	30	30
Max. % power production based on nuclear sources	30	30	30	30	30	30	30
Max. % portfolio allowed in top 50% best companies <b>exceeding</b> conventional oil & gas extraction or electricity generation thresholds <sup>97</sup>	5	5	Review	Review	Review	Review	Review

*Source : Febelfin, A quality Standard for sustainable and socially responsible financial products, final text, February 2019.*

**Proposition n° 5 : ajouter aux critères du label un socle minimal d'exclusions recouvrant les violations du Pacte Mondial, les armes non-conventionnelles, le tabac, les activités liées à la déforestation, l'extraction et la production de charbon et de fossiles non-conventionnels ainsi que la production de chaleur et d'électricité incompatible avec un scénario 2 °.**

### 3.3.2. En complément, une plus grande diversité d'approches dans la sélection des valeurs serait souhaitable, sous réserve que soit effectivement poursuivi un objectif de contribution à un modèle économique durable

**Pour tenir compte de l'évolution des pratiques, il apparaît nécessaire d'ouvrir le label à une gamme plus large de stratégies ESG.** En l'état, le référentiel prévoit seulement deux approches : la réduction de l'univers investissable et l'amélioration de la note ESG moyenne (cf. section 1.2.1). Dans les faits, ces deux critères peuvent être contournés par une manipulation de l'univers de départ, d'où le risque d'une contrainte superficielle. Surtout, ces deux approches sont difficilement conciliables avec la variété de stratégies ESG qui s'observe désormais sur le marché, notamment les approches thématiques pour lesquelles la comparaison avec un univers de départ n'est pas significative.

<sup>43</sup> À l'exception notable du traitement de la filière nucléaire.

### Annexe III

Il doit d'ailleurs être noté que deux recommandations de la mission permettent de concilier davantage d'ouverture avec le maintien d'une crédibilité forte du label :

- ◆ l'introduction d'un socle crédible d'exclusion (cf. section 3.3.1) permet de s'assurer que les valeurs le plus controversées ne seront pas détenues par un fonds labellisé, quelle que soit la stratégie ESG mise en œuvre ;
- ◆ l'attribution de la compétence de labellisation au comité du label ISR (cf. annexe II) permet, compte tenu de la légitimité de cette instance, de recourir à des critères moins mécaniques et de ménager davantage de souplesse dans la certification.

De manière générale, il convient que les exigences du label se limitent à un niveau principal. Le référentiel doit imposer des objectifs davantage que des moyens pour les atteindre.

**Aussi, est-il recommandé de rompre avec la limitation des approches ESG prévue au pilier III, en faveur d'une simple exigence de fond, portant sur la mise en œuvre d'une stratégie ESG significative.** Concrètement, le référentiel du label ISR pourrait reprendre les catégories d'approches ESG définies par l'AMF<sup>44</sup>, tout en prévoyant le cas échéant pour chacune d'elle un niveau d'exigence accru :

- ◆ les approches fondées sur les notations ESG et la référence à un univers investissable resteraient permises, le cas échéant avec des seuils rehaussés ;
- ◆ deux autres approches nouvelles seraient spécifiquement visées :
  - les approches thématiques (*positive screening*) ;
  - les approches fondées sur le pilotage d'indicateurs d'impact. Dans un tel cas, une articulation avec le pilier VI serait nécessaire.
- ◆ la labellisation serait également ouverte à toute autre approche dont la significativité et la simplicité pour l'épargnant seraient jugées suffisantes par le labellisateur. L'interprétation d'une telle disposition par le comité devrait faire l'objet de documents de doctrine mis à jour régulièrement.

**Toutefois, deux critères devraient être ajoutés afin de garantir que ces stratégies s'inscrivent effectivement dans un objectif de contribution à un modèle économique durable :**

- ◆ conformément à la clarification des objectifs proposée en annexe I, il est recommandé d'exclure explicitement les approches fondées sur la seule matérialité financière. Quelle que soit la stratégie ESG retenue, le fonds serait tenu de démontrer sa cohérence au regard d'un objectif extrafinancier. À ce titre, une réécriture du pilier I apparaît en particulier nécessaire. Une modification du pilier II est également recommandée afin d'exclure le recours à des notations fondées sur la seule appréciation du risque financier résultant de facteurs ESG ;
- ◆ pour les approches fondées sur la comparaison à un univers investissable, il conviendrait de prévoir une disposition excluant la manipulation de ce dernier, sur le modèle de la doctrine de l'AMF (cf. section 2.2.).

---

<sup>44</sup> AMF, DOC-2020-03 : Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, document créé le 11 mars 2020, modifié le 27 juillet 2020.

**Enfin, il conviendrait que les critères de sélectivité du label soient alignés avec ceux de la taxonomie européenne.** Aux termes de l'article 4 du règlement *Taxonomy*<sup>45</sup>, les mesures publiques, les normes et les labels mis en place par les États membres et par l'Union ne peuvent recourir à une définition de la durabilité environnementale différente de celle de la taxonomie. Au-delà de l'obligation juridique, il est par ailleurs souhaitable d'aligner le référentiel du label ISR avec un standard de marché européen, à vocation mondiale.

Cet alignement pourrait prendre la forme d'une obligation faite aux fonds recourant à une stratégie ESG thématique ou d'inclusion (*positive screening*) de fonder une telle approche, du moins dans sa partie environnementale, sur les activités durables au sens de la taxonomie.

**Proposition n° 6 : limiter les critères tenant à la construction du portefeuille à une exigence principale de significativité et prévoir dans ce cadre l'alignement du référentiel du label avec la taxonomie européenne.**

### **3.4. L'approfondissement des exigences portant sur l'engagement actionnarial devrait privilégier le reporting aux épargnants plutôt que des critères quantitatifs**

**Le label ISR devra veiller à maintenir un haut niveau d'exigence s'agissant de l'engagement actionnarial.** Ce dernier est l'outil indispensable d'une contribution à la transition. Il requiert toutefois des moyens importants et il convient donc de veiller à sa valorisation afin d'inciter les sociétés de gestion à progresser dans ce domaine.

**Afin de rehausser le niveau d'exigence en matière d'engagement actionnarial, la mission à examiner la possibilité de mettre en œuvre des critères quantitatifs.** À ce stade, le référentiel du label ISR limite ses exigences à la description des moyens mis en œuvre pour engager les émetteurs sur des enjeux ESG, sans imposer d'obligations quantitatives, par exemple en termes de taux de participation aux votes, de nombre de résolutions déposées ou de taux d'opposition aux résolutions de la direction. Les consultations conduites par la mission attestent toutefois du caractère peu praticable de l'introduction de telles obligations. La qualité de l'engagement actionnarial ne saurait être directement appréhendée à partir d'indicateurs quantitatifs. Elle recouvre une dimension qualitative qui dépend des conditions spécifiques au dialogue établi entre la société de gestion et l'émetteur. Il est important que le labellisateur puisse apprécier la significativité de la démarche d'engagement actionnarial sans être contraint par des standards quantitatifs qui pourraient toujours être dévoyés ou contournés.

**Il est plutôt recommander de travailler à une meilleure information de l'épargnant quant aux démarches d'engagement réalisées par la société de gestion.** Une première étape pourrait consister à demander la publication de toutes les informations qui ne doivent, en l'état de la rédaction du pilier IV, qu'être transmises à l'auditeur. Sur le modèle des rapports d'engagement et de vote, la fiche d'information synthétique prévue pour chaque produit (cf. section 3.7) pourrait reprendre les priorités d'engagement du gérant, leur articulation avec l'objectif extrafinancier du fonds et les principaux éléments de bilan sur l'année passée. Dans ce cadre, des indicateurs quantitatifs pourraient être fournis, en particulier le taux d'opposition aux résolutions de la direction.

---

<sup>45</sup> Règlement (UE) 2020/852 du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables, article 4 : « Application des critères de durabilité environnementale des activités économiques dans les mesures publiques, les normes et les labels : les États membres et l'Union appliquent les critères énoncés à l'article 3 afin de déterminer si une activité économique est considérée comme étant durable sur le plan environnemental aux fins de toute mesure fixant des exigences applicables aux acteurs des marchés financiers ou aux émetteurs des exigences en ce qui concerne les produits financiers ou les obligations d'entreprise qui sont mis à disposition comme étant durables sur le plan environnemental ».

Plus largement, l'engagement doit être considéré comme un outil pour démontrer les conséquences concrètes de l'ISR à l'épargnant. Il importe d'articuler la politique d'engagement au sein d'un narratif, tourné vers la transition. Le comité du label ISR pourrait conduire une réflexion visant à décliner précisément cette piste en termes de documentation commerciale mais également dans les informations publiées sur le site du fonds et sur celui du label.

**Proposition n° 7 : en matière d'engagement actionnarial, privilégier une meilleure information de l'épargnant sur les démarches mises en œuvre par la société de gestion et leur contribution concrète au regard des objectifs extrafinanciers du fonds.**

### **3.5. Les méthodes, la donnée et les acteurs n'apparaissent pas suffisamment matures pour que le label ISR puisse garantir un impact mesurable des fonds labellisés**

#### **3.5.1. Le marché évolue rapidement vers la recherche d'impact mais cette évolution n'est pas sans poser d'importantes difficultés méthodologiques**

**Le marché de l'investissement dit « à impact » reste encore un marché jeune et de niche mais il connaît une croissance très dynamique.** Selon le *Global Impact Investment Network* (GIIN), l'encours mondial géré selon un telle approche représentait 715 Md\$ en 2019 contre 500 Md\$ en 2018<sup>46</sup>. Cette estimation est cohérente avec celle de la banque *JP Morgan*<sup>47</sup> qui chiffrait l'encours de l'investissement à impact à 444 Md\$ en 2018, après une croissance de 79 % depuis 2016. Selon cette même source, alors que l'intégration de critères ESG dans les décisions acquiert le caractère de standard, « *la prochaine frontière concerne la mesure d'un impact concret (real-world impact measurement)* ». En Europe, l'encours de l'investissement à impact était estimé en 2018 à 108 Md€<sup>48</sup>. Du reste, cette évolution de la finance durable fait écho aux attentes croissantes des épargnants quant à l'impact environnemental et social de leurs placements : selon le forum pour l'investissement responsable (FIR)<sup>49</sup>, 62 % des Français « *accordent une place importante aux impacts environnementaux et sociaux dans leurs décisions de placement* ».

**Toutefois, cette extension du champ de l'investissement à impact n'est pas sans poser d'importants problèmes méthodologiques.** Dans le rapport précité, *JP Morgan* définit cette démarche comme « *un investissement réalisé avec l'intention de générer un impact social et environnemental positif et mesurable, en complément de la performance financière* ». Prise littéralement cette définition implique diverses contraintes qui recourent la définition de l'impact acceptée en sciences sociales :

- ♦ **l'intentionnalité** implique que la société de gestion affiche en amont un objectif environnemental ou social et précise, sous la forme d'une « *théorie du changement* »<sup>50</sup>, la relation causale qui doit lier son action à l'atteinte de cet objectif ;

---

<sup>46</sup> GIIN, *Annual impact investor survey 2020*, juin 2020.

<sup>47</sup> JP Morgan's ESG and Sustainability Research team, *What Happened to ESG: deciphering the complexity of a booming market*, mars 2020.

<sup>48</sup> Eurosif, *SRI study*.

<sup>49</sup> Sondage IFOP pour le FIR et Vigéo Eiris, *Les Français et la finance responsable, vague 3*, septembre 2020.

<sup>50</sup> Jackson, E. T. (2013). *Interrogating the theory of change: Evaluating impact investing where it matters most*. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 95-110.

### Annexe III

- ◆ l'additionnalité implique que l'intervention du fonds se caractérise par une contribution supplémentaire en faveur de l'atteinte de l'objectif. Ce critère pose la question du contrefactuel (l'atteinte de l'objectif aurait-elle été affectée en l'absence d'intervention du fonds ?). Elle pose aussi la question du niveau auquel l'impact est apprécié, il peut s'agir de l'impact de l'entreprise dans lequel le fonds a investi ou bien de l'impact de l'investissement réalisé par le fonds ;
- ◆ la mesurabilité implique l'accès à une donnée extrafinancière suffisamment granulaire et exhaustive, sur l'ensemble des valeurs du portefeuille.

Ces contraintes expliquent la limitation initiale de l'investissement à impact à un marché de niche, centré sur des classes d'actifs particulières, offrant une proximité forte entre l'investisseur et l'activité de l'entreprise : le non-côté, le solidaire, les obligations vertes ou à impact social.

#### **Deux travaux académiques et de place récents ont permis de dévoiler les obstacles méthodologiques qui restent à lever afin d'admettre éventuellement une promesse d'impact dans le champ du label ISR.**

Le rapport réalisé par *Impact Invest Lab (iiLab)* à la demande du Haut-Commissaire à l'économie sociale et solidaire et remis en juillet 2020<sup>51</sup> conclut au besoin de créer une instance de place afin d'élaborer le cadre conceptuel et méthodologique nécessaire à un développement à la fois large et rigoureux de l'investissement à impact.

Surtout, le comité scientifique du label ISR a conduit en 2018 un travail portant sur la mesure d'impact et son appropriation au sein de la place, dont les résultats ont été consolidés dans un rapport au comité du label<sup>52</sup> ainsi que dans un article de recherche à paraître<sup>53</sup>. Un risque de dévoiement de la notion d'impact s'observe avec son extension au champ traditionnel de l'ISR, en particulier les actions cotées de grandes entreprises. À partir de questionnaires transmis aux gestionnaires d'actifs, ce travail démontre que les investisseurs ISR reprennent le vocabulaire de l'investissement à impact sans toutefois en assumer les contraintes méthodologiques, en particulier s'agissant de l'articulation d'une théorie du changement et du recours à une évaluation contrefactuelle. Les membres du comité concluent qu'un consensus de place n'existe pas encore quant aux solutions qui permettront de relever le défi de la mesure d'impact dans le champ de l'ISR. Dans cette perspective, ils proposent des pistes de travail tenant à la définition de la notion d'impact et à l'évaluation des indicateurs utilisés par les fonds.

#### **3.5.2. Dans ce contexte, il apparaît prématuré de réintroduire la notion d'impact dans le référentiel mais l'alignement des fonds avec des objectifs extrafinanciers doit être plus clairement communiqué à l'épargnant**

**Les outils méthodologiques et les données n'apparaissent pas suffisamment stabilisés à ce stade pour laisser envisager une réintroduction du terme d'impact dans le référentiel du label ISR.** Aussi la mission porte-t-elle un regard favorable sur les modifications introduites dans la nouvelle version du référentiel et consistant à remplacer les références à l'impact au profit d'une « *mesure de la performance ESG* »<sup>54</sup>.

---

<sup>51</sup> iiLab, *Création d'une instance de place sur l'investissement à impact*, juillet 2020.

<sup>52</sup> Diane-Laure Arjaliès, Pierre Chollet, Patricia Crifo, Nicolas Mottis, *Mesure d'impact et label ISR : analyse et recommandations*, 21 septembre 2018.

<sup>53</sup> Diane-Laure Arjaliès, Pierre Chollet, Patricia Crifo, Nicolas Mottis, *Myths and Realities of Impact Assessment in Socially Responsible Investing: The French Case and its Implications for the Evaluation of Corporate Social Performance*, mars 2020.

<sup>54</sup> Nouvelle version du référentiel du label ISR, pilier VI.

Au fond, il n'est pas contesté qu'une gestion ISR puisse avoir un impact sur l'atteinte d'un objectif lié au développement durable, notamment en contribuant par l'engagement actionnarial à la transformation d'une entreprise. C'est la mesurabilité et l'additionnalité de cet impact qui posent question.

**Pour autant, il importe de répondre dès à présent à la demande des épargnants de pouvoir appréhender plus concrètement la contribution de leur placement au développement durable.** Si la garantie d'un impact mesurable du placement apparaît hors de portée pour l'instant, il est au contraire possible et souhaitable de rendre compte, au moyen d'indicateurs concrets, de l'alignement, de l'exposition ou de la performance du fonds au regard d'objectifs liés au développement durable.

Dans cette perspective, la mission recommande de poursuivre dans la direction empruntée par l'actuel pilier VI, en se gardant de recourir à la notion d'impact qui est encore insuffisamment stabilisée et en veillant à davantage de cohérence entre la mesure de la performance ESG et l'objectif extrafinancier poursuivi par le fonds. En particulier, il est proposé de :

- ◆ demander au fonds de préciser l'objectif extrafinancier visé, le cas échéant en imposant son rattachement à un objectif de développement durable (ODD) ;
- ◆ laisser au fonds une marge d'autonomie plus grande afin de définir des indicateurs cohérents avec l'objectif poursuivi. Il est utile que le référentiel énumère des indicateurs mais il n'est pas souhaitable d'imposer une liste minimale ou limitative ;
- ◆ permettre également davantage de souplesse dans l'obligation d'une meilleure performance ESG en autorisant une progression de l'indicateur d'année en année, comme alternative au critère d'une performance supérieure à l'indice de référence.

**Parallèlement, il conviendra d'accompagner la poursuite des travaux de place sur la mesure d'impact.** Il est recommandé de veiller à l'articulation du programme de travail du comité du label ISR avec tous les travaux qui pourraient porter sur la mesure d'impact, en particulier ceux qui seraient le cas échéant soutenus par l'État tel que le centre français de l'investissement à impact recommandé par le rapport précité de l'*iilab*.

**Proposition n° 8 : approfondir la notion de mesure de la performance ESG en l'articulant plus clairement avec l'objectif extrafinancier poursuivi par le fonds et accompagner des travaux de place supplémentaires portant sur la mesure d'impact.**

### **3.6. Un lien plus fort mériterait sans doute d'être fait entre ISR et financement de long terme des entreprises**

L'État poursuit de longue date l'objectif d'accroître la mobilisation de l'épargne en faveur d'un financement de long terme des entreprises. Plusieurs dispositifs fiscaux participent de cet objectif, notamment le régime des plans d'épargne en actions (PEA). La loi PACTE<sup>55</sup> s'inscrit également dans cette perspective de réallocation des capitaux vers le financement de l'économie réelle, alors que l'épargne des Français reste largement orientée vers des produits de taux souverains, en particulier via l'assurance vie en euros<sup>56</sup>. Un récent rapport de l'Institut Montaigne<sup>57</sup> insiste sur la nécessité de cette réorientation de l'épargne afin de faire advenir un « *capitalisme responsable* », susceptible de créer une valeur économique de long terme, pour l'ensemble des parties prenantes.

<sup>55</sup> Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

<sup>56</sup> Banque de France, *Epargne et Patrimoine financiers des ménages\** - France - T2 2020.

<sup>57</sup> Institut Montaigne, *Le capitalisme responsable : une chance pour l'Europe*, septembre 2020.



**À ce stade, le lien entre ISR et financement de long terme des entreprises est tout au plus implicite.** En soi, le label ISR distingue des produits d'épargne financière, davantage orientés vers le financement des entreprises et moins liquides que les supports bancaires et assurantiels les plus répandus. L'engagement actionnarial, qui est au cœur des exigences du label, implique de fait, s'il est mis en œuvre de manière rigoureuse, une participation de long terme au sein des entreprises. Les critères définis par le référentiel ne posent toutefois aucune obligation liée à l'horizon d'investissement. Le point 2 du pilier III du référentiel dispose dans son titre que « *la gestion du fonds s'inscrit dans une perspective de long terme* ». Mais les critères définis par cette section ne concernent que l'usage des dérivés, les prêts emprunts de titre et les positions courtes (cf. tableau 1). Si les exigences du label ISR comportent déjà, en creux, une dimension de financement de long terme, celle-ci reste à assumer pleinement et à asseoir sur des critères plus tangibles.

Du reste, les consultations conduites par la mission confirment, pour beaucoup de parties prenantes, l'affinité entre investissement responsable et financement de long-terme de l'économie réelle. Certes, la conception historique de l'investissement responsable repose davantage sur la durabilité des actifs détenus que sur la durabilité de la gestion elle-même, envisagée seulement à partir de l'engagement actionnarial. Mais un lien plus fort entre l'ISR et un financement de long terme des entreprises apparaît cohérent pour beaucoup d'acteurs. Il laisse aussi envisager une meilleure contribution de l'ISR à la promotion d'une gestion d'actifs à forte valeur ajoutée, en particulier sous une forme active et fondamentale.

**Aussi la mission recommande-t-elle que soit explorée plus avant la piste d'exigences nouvelles, portant sur un financement de long terme des entreprises par les fonds labellisés.** De nouvelles exigences pourraient ainsi directement porter sur l'horizon d'investissement et le taux de rotation au sein du portefeuille. L'extension du label au fonds de capital-investissement pourrait également trouver dans cette perspective une justification supplémentaire : à titre d'exemple, la dernière proposition de la Commission européenne introduit dans les critères de l'Ecolabel<sup>58</sup> une valorisation des investissements réalisés sur des segments de marchés caractérisés par un enjeu d'accès au capital, en particulier les actions non-cotées.

Compte tenu de sa nouveauté et de ses impacts potentiellement importants sur le périmètre et le niveau d'exigence du label, une telle piste pourrait être explorée via l'instauration de critères supplémentaires (bonus) dans le cadre d'un label à niveaux (cf. section 4.3.1).

**Proposition n° 9 : afin d'orienter explicitement le label ISR vers un financement de long terme des entreprises, explorer la piste d'exigences nouvelles, portant sur le périmètre des actifs labellisés et l'horizon d'investissement des fonds.**

### **3.7. Au-delà des exigences de fond, il faut mettre l'accent sur la transparence vis-à-vis de l'épargnant**

**Compte tenu de l'évolution rapide des pratiques marché mais aussi de l'hétérogénéité des attentes des épargnants en matière de durabilité, il apparaît indispensable d'assortir les exigences de fond de critères forts de transparence.** La nouvelle version du référentiel a fait un premier pas dans cette direction en imposant la publication annuelle d'un inventaire datant de moins de six mois. Il est important de renforcer cette exigence. Les critères posés par le label ne pourront jamais être parfaitement adaptés à toute la diversité des approches ESG mises en œuvre par les fonds et des souhaits des épargnants quant à la contribution de leur placement au développement durable. Une plus grande transparence permet d'impliquer l'épargnant dans l'appréciation de la durabilité du produit.

---

<sup>58</sup> Joint Research Center (JRC), *EU Ecolabel criteria for awarding the EU Ecolabel to retail financial products*, octobre 2020.

**Aussi la mission formule-t-elle deux types de recommandations en matière de transparence :**

- ◆ en premier lieu, il est proposé d'accroître la fréquence de communication de l'inventaire du fonds. Les consultations conduites démontrent la diffusion de pratiques de marchés plus exigeantes que celles demandées actuellement par le label. La notation financière et extrafinancière de certains fonds implique par exemple la transmission d'inventaires contemporains sur une base mensuelle ou trimestrielle ;
- ◆ en second lieu, il est proposé de créer, sur le modèle du label belge *Towards Sustainability*, des fiches d'information synthétiques sur chaque produit labellisé. Celles-ci seraient directement accessibles sur le site du label. Mises à jour à un rythme *a minima* trimestriel, elles préciseraient :
  - l'intitulé et la forme juridique du fonds ;
  - l'objectif extrafinancier poursuivi ;
  - la stratégie ESG mise en œuvre pour construire et faire vivre le portefeuille ;
  - les grandes masses de l'inventaire du fonds, en termes de classes d'actifs et d'activités économiques. À ce dernier titre, une classification spécifique pourrait être élaborée pour rendre plus visible à l'épargnant la détention d'actifs à forte contribution durable et inversement la détention d'actifs controversés ;
  - les indicateurs de performance ESG, leur cible et leur évolution ou niveau par rapport à l'indice.

**Proposition n° 10 : renforcer la transparence au moyen d'une communication plus fréquente de l'inventaire du fonds et surtout de la diffusion de fiches synthétiques sur chacun des produits labellisés.**

## 4. Il est recommandé de confier à une gouvernance renforcée l'appropriation et la mise en œuvre concrète de ces évolutions

### 4.1. Une évolution radicale du référentiel n'apparaît pas réaliste à court-terme

#### 4.1.1. À court-terme, la mission recommande seulement la diffusion d'un guide de l'audit, afin de résorber l'incertitude sur certains points du référentiel

**Les consultations conduites par la mission témoignent d'un défaut d'auditabilité de certaines exigences.** Sans préjudice des travaux de fond proposés en section 3, il est recommandé de clarifier *a minima* les points suivants :

- ◆ les écarts entre les cahiers des charges applicables aux mandats et aux fonds devraient être limités à ce qui découle directement des différences de fonctionnement entre ces supports. En particulier, il devrait être précisé que les règles relatives aux actifs souverains et aux prêts-emprunts de titre concernent indifféremment les mandats et les fonds ;
- ◆ le recours aux instruments dérivés, en particulier dans le cadre des gestions obligataires et multi-actifs, devrait être clarifié en réaffirmant le principe d'une gestion efficace de portefeuille et en précisant, dans ce cadre, que l'annexe 3 du référentiel ne saurait limiter le type d'actifs sur lesquels peuvent être assis les instruments dérivés (en particulier actions et obligations). La labellisation des fonds synthétiques devrait être explicitement exclue ;
- ◆ pour mettre fin à l'incertitude (cf. annexe II), la labellisation des fonds passifs devrait être explicitement permise, dans la stricte mesure où ils démontrent le respect des critères du référentiel, et sans préjudice du débat de fonds sur le principe ou les modalités de leur labellisation à terme ;
- ◆ les critères applicables aux fonds de fonds (multi-gestion) mériteraient également d'être clarifiés. La nouvelle version du référentiel introduit, en plus de l'obligation de labellisation de 90 % des fonds cibles, une exigence supplémentaire revenant à l'application, par transparence, du pilier III.1 à l'ensemble des actifs détenus. Cette dernière exigence apparaît peu praticable compte tenu du niveau d'information et de contrôle du gérant de fonds de fonds sur les fonds cibles. Il est proposé de retenir une interprétation large de ces dispositions en demandant au fonds de fonds de démontrer la cohérence existant entre les approches ESG des différents fonds cibles (objectifs extrafinanciers et méthodes de sélection compatibles) ;
- ◆ il devrait être clairement indiqué que les indicateurs de performance ESG énumérés en annexe 4 ne constituent pas une liste obligatoire mais indicative, le gérant restant libre, sous le contrôle du certificateur, de recourir à l'indicateur le plus pertinent au regard de l'objectif extrafinancier poursuivi.

**Il est recommandé de diffuser ces éléments de clarification dans un guide de l'audit, validé par l'État.** Dès le début de l'année 2021, la DG Trésor pourrait demander au labellisateur d'établir une proposition de guide de l'audit traitant *a minima* des points précédents. Il reviendrait au ministère de valider ce document, le cas échéant après modification. Ce guide de l'audit serait publié sur le site internet du label.

**Proposition n° 11 : établir dès le début de l'année 2021 un guide de l'audit susceptible de résorber les difficultés d'interprétation du nouveau référentiel.**

#### 4.1.2. Trois facteurs incitent à reporter une évolution plus ambitieuse du label, sans doute au début ou au milieu de l'année 2022

Trois facteurs incitent à repousser la mise en œuvre des propositions plus ambitieuses formulées en section 3 :

- ◆ l'entrée en vigueur de la V2 au 23 octobre 2020 est trop récente pour envisager de nouvelles modifications substantielles à court-terme. Les sociétés de gestion doivent pouvoir s'appuyer sur des exigences stables pour faire évoluer leurs pratiques ;
- ◆ les évolutions radicales proposées, en particulier les exclusions, procèdent directement d'une refonte des objectifs du label. En l'absence d'un travail participatif et approfondi sur la clarification des objectifs du label, de telles évolutions risqueraient de se heurter à l'incompréhension des acteurs et ne parviendraient pas à fédérer un consensus de place ;
- ◆ enfin, la déclinaison opérationnelle de ces évolutions nécessite davantage de visibilité sur l'évolution du cadre réglementaire européen :
  - le cadre de régulation des produits ESG reste encore incertain, en particulier s'agissant des obligations de transparence issues du règlement *Disclosure* et de la révision du *suitability test* (cf. section 3.1) ;
  - dans la stratégie de finance durable renouvelée, dont la publication est attendue en début d'année 2021, la commission pourrait clarifier ses intentions s'agissant de la régulation des labels ISR en Europe et d'un éventuel projet de label ISR de l'Union (cf. annexe IV) ;
  - la disponibilité de la donnée ESG pourrait être profondément transformée à l'issue du processus de révision de la directive *NFRD*<sup>59</sup>.

**L'objectif d'un référentiel refondé pour le début ou le milieu de l'année 2022 apparaît cohérent avec ces contraintes, même si l'ensemble des incertitudes européennes ne seront pas levées d'ici là.** Concrètement la mission recommande que l'État affiche un calendrier clair de révision, afin de donner un maximum de visibilité aux parties prenantes. Un document stratégique du label pourrait être élaboré, en lien avec la nouvelle gouvernance, dans le courant de l'année 2021. Un référentiel refondé, permettant la déclinaison de ce cadre stratégique, serait annoncé pour le début ou le milieu de l'année 2022.

**Proposition n° 12 : reporter au début ou au milieu de l'année 2022 la refonte du référentiel du label.**

#### 4.2. Une gouvernance structurée et ouverte doit être chargée de décliner concrètement les pistes d'évolution du référentiel

**Les pistes proposées par la mission devront être précisément déclinées par la gouvernance du label, en lien étroit avec les parties prenantes.** Plusieurs des recommandations formulées par la mission sont susceptibles d'avoir des implications fortes, qu'il n'a pas été possible d'expertiser. C'est le cas en particulier des exclusions, dont la définition concrète devrait s'appuyer sur une évaluation approfondie de l'exposition de la gestion d'actifs française aux activités concernées. Au-delà de la déclinaison technique, l'association des acteurs apparaît également indispensable pour permettre l'appropriation du référentiel et fédérer un large consensus de place à son égard.

---

<sup>59</sup> Directive 2014/95/UE du Parlement Européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes.

Dans cette perspective, l'annexe II au présent rapport formule une série de recommandations visant à l'instauration d'une gouvernance plus efficace. Il s'agit à la fois de mieux structurer le comité du label ISR, en resserrant sa composition et en l'appuyant sur des moyens propres, et de favoriser une élaboration transparente des exigences, via l'organisation de consultations ouvertes des parties prenantes.

#### 4.3. Afin de parvenir à un consensus, le recours à des exigences différenciées et évolutives apparaît souhaitable

##### 4.3.1. Pour concilier les différents niveaux d'ambition et également mieux informer l'épargnant, un label à niveaux est recommandé

La différenciation de plusieurs niveaux de performance est une pratique commune et utile en matière de labellisation. De manière emblématique, le nutriscore développé par Santé Publique France attribue une note nutritionnelle fondée sur une échelle de cinq couleurs à l'ensemble des produits, du plus performant au moins performant. D'autres labels font le choix de combiner une approche *pass/fail* avec une différenciation des produits labellisés. En matière de finance durable, c'est notamment le cas du label *FNG-Siegel* qui offre la possibilité d'assortir l'attribution du label d'une, deux ou trois étoiles si des exigences supplémentaires sont satisfaites.

Une telle pratique est particulièrement utile si l'on souhaite garantir à la fois l'inclusion et l'exigence du label. Le maintien d'une différenciation parmi les fonds labellisés permet en effet :

- ♦ une information plus fine de l'épargnant qui peut être en mesure d'apprécier le niveau d'engagement ESG du fonds et son adéquation avec ses propres attentes. Une telle information s'avère en particulier nécessaire lorsqu'il est question de justifier auprès de l'épargnant les contreparties financières qui peuvent être associées à une démarche extrafinancière très exigeante (en particulier en termes de risques ou de liquidité) ;
- ♦ une incitation des gérants à l'innovation et à la performance. La consécration d'un standard de qualité unique peut aboutir à une auto-exclusion ou au contraire une baisse de la qualité des offres les plus exigeantes. Au contraire, un label à niveaux permet de restaurer une capacité de différenciation entre les produits labellisés. Les différents niveaux dessinent également une trajectoire d'amélioration dans le temps pour les fonds labellisés.

**Aussi est-il recommandé de travailler à la définition d'un label à niveaux, en tenant compte d'un double enjeu d'auditabilité pour les sociétés de gestion et de clarté du signal pour les épargnants.**

Il conviendrait en premier lieu de veiller à la bonne distinction, au sein du référentiel entre les critères minimaux, indispensables à l'obtention du label, et les critères supplémentaires ou *bonus* entraînant l'attribution d'étoiles ou d'une note supérieure. Le label *FNG-Siegel* peut fournir un exemple à cet égard (cf. figure 4).

Figure 4 : Niveaux du label *FNG-Siegel* et critères associés

## Methodology in a Nutshell



29

*Source : QNG, FNG label: quality standards for SRI.*

Il conviendrait surtout de veiller à la clarté du signal pour l'épargnant. Dans un contexte marqué par la prolifération de labels, il s'agira de définir des niveaux peu nombreux et fondés sur des symboles explicites. L'articulation de cette approche par niveaux avec le rapprochement des labels français devrait également être spécifiquement étudiée. Pour plus de simplicité, il pourrait être décidé par exemple qu'une approche thématique telle que celle du label *Greenfin* relève forcément du niveau de labellisation maximale (trois étoiles par exemple).

**Proposition n° 13 : distinguer, au sein du label ISR, différents niveaux d'exigences, sur le modèle d'un label à étoiles.**

### 4.3.2. Il s'agira également de prévoir la revue périodique des exigences

**Pour garantir leur pertinence face à l'évolution du marché, leur acceptabilité et leur mise en œuvre effective, il apparaît indispensable d'asseoir les exigences du label sur un cycle de révision périodique.** Il est recommandé par la mission d'annoncer, dès la validation de la nouvelle version du référentiel, un objectif de révision stratégique à horizon quatre ans. Des ajustements techniques pourraient être discutés et validés dans le cadre d'une clause de revoyure à mi-parcours, après deux ans d'application du nouveau référentiel.

**Proposition n° 14 : prévoir la revue périodique des exigences du label, sur un rythme de quatre ans, avec une clause de revoyure à mi-parcours.**

## SYNTHESE DES PROPOSITIONS

**Proposition n° 1 : veiller au maintien d'un périmètre large du label et préparer son extension aux fonds de capital investissement.**

**Proposition n° 2 : clarifier les modalités de recours aux instruments financiers dérivés en recherchant un équilibre entre simplicité des produits, effectivité de la politique de sélection ESG et gestion efficace des portefeuilles.**

**Proposition n° 3 : confirmer la possibilité de labelliser des fonds passifs mais signifier à l'épargnant, par le biais d'un label à niveaux, qu'ils relèvent d'une approche ISR moins significative.**

**Proposition n° 4 : maintenir la labellisation des fonds monétaires, sous réserve que leur niveau minimal d'exigence apparaisse clairement dans le cadre d'un label à niveaux.**

**Proposition n° 5 : ajouter aux critères du label un socle minimal d'exclusions recouvrant les violations du Pacte Mondial, les armes non-conventionnelles, le tabac, les activités liées à la déforestation, l'extraction et la production de charbon et de fossiles non-conventionnels ainsi que la production de chaleur et d'électricité incompatible avec un scénario 2°.**

**Proposition n° 6 : limiter les critères tenant à la construction du portefeuille à une exigence principale de significativité et prévoir dans ce cadre l'alignement du référentiel du label avec la taxonomie européenne.**

**Proposition n° 7 : en matière d'engagement actionnarial, privilégier une meilleure information de l'épargnant sur les démarches mises en œuvre par la société de gestion et leur contribution concrète au regard des objectifs extrafinanciers du fonds.**

**Proposition n° 8 : approfondir la notion de mesure de la performance ESG en l'articulant plus clairement avec l'objectif extrafinancier poursuivi par le fonds et accompagner des travaux de place supplémentaires portant sur la mesure d'impact.**

**Proposition n° 9 : afin d'orienter explicitement le label ISR vers un financement de long terme des entreprises, explorer la piste d'exigences nouvelles, portant sur le périmètre des actifs labellisés et l'horizon d'investissement des fonds.**

**Proposition n° 10 : renforcer la transparence au moyen d'une communication plus fréquente de l'inventaire du fonds et surtout de la diffusion de fiches synthétiques sur chacun des produits labellisés.**

**Proposition n° 11 : établir dès le début de l'année 2021 un guide de l'audit susceptible de résorber les difficultés d'interprétation du nouveau référentiel.**

**Proposition n° 12 : reporter au début ou au milieu de l'année 2022 la refonte du référentiel du label.**

**Proposition n° 13 : distinguer, au sein du label ISR, différents niveaux d'exigences, sur le modèle d'un label à étoiles.**

**Proposition n° 14 : prévoir la revue périodique des exigences du label, sur un rythme de quatre ans, avec une clause de revoyure à mi-parcours.**





**ANNEXE IV**

**Panorama des labels de finance  
responsable en Europe**



# SOMMAIRE

<b>1. LE LABEL ISR SE DISTINGUE EN PLUSIEURS POINTS DES LABELS NATIONAUX DES AUTRES ETATS MEMBRES DE L'UNION EUROPÉENNE.....</b>	<b>1</b>
1.1. Le label ISR est un label inclusif dont les objectifs sont définis de façon moins précise que ceux des autres labels européens .....	1
1.1.1. <i>La double cible, constituée des épargnants et des investisseurs professionnels, n'est pas une particularité du label ISR.....</i>	<i>1</i>
1.1.2. <i>Les objectifs du label ISR sont définis de façon moins précise que dans les autres labels européens.....</i>	<i>1</i>
1.1.3. <i>Le label ISR est un des plus inclusifs du marché européen.....</i>	<i>3</i>
1.2. L'organisation des différents labels européens est plus structurée que celle du label ISR.....	3
1.2.1. <i>L'État en tant que détenteur de la marque joue un rôle tout particulièrement important dans la gouvernance du label ISR.....</i>	<i>3</i>
1.2.2. <i>L'indépendance du label ISR est assurée par sa détention par les pouvoirs publics là où les initiatives privées doivent l'assurer grâce à une comitologie rigoureuse .....</i>	<i>4</i>
1.2.3. <i>La gouvernance du label ISR ne comprend pas de moyens propres pour sa gestion quotidienne contrairement à la majorité des labels européens....</i>	<i>5</i>
1.2.4. <i>La labellisation du label ISR est entièrement externalisée, contrairement aux autres labels européens .....</i>	<i>5</i>
1.2.5. <i>Les recettes du label ISR servent à la promotion du label là où chez la majorité des autres labels européens elles sont dédiées à la gestion quotidienne.....</i>	<i>6</i>
1.3. Le label ISR, en avance sur les exigences d'engagement actionnarial et d'impact, ne comporte aucune exclusion contrairement à ses homologues européens et définit une stratégie unique et prescriptive de sélection positive, laissant ainsi peu de place à l'innovation en matière de stratégies durables .....	6
1.3.1. <i>En dehors du consensus commun autour des OPCVM, le label ISR ne possède pas le même périmètre de produits éligibles à la labellisation que ses homologues européens .....</i>	<i>6</i>
1.3.2. <i>Le label ISR fait office d'exception en ne comprenant pas d'exclusion et en se focalisant sur deux méthodes de sélectivité.....</i>	<i>6</i>
1.3.3. <i>En termes d'engagement actionnarial, les exigences du label ISR sont plus strictes que la majorité des autres labels européens.....</i>	<i>12</i>
1.3.4. <i>Face aux autres labels européens, le label ISR est en avance quant à l'exigence de présentation de mesures de performance ESG ou d'impact....</i>	<i>13</i>
1.3.5. <i>En matière de transparence, le label ISR se rapproche des meilleures pratiques européennes.....</i>	<i>13</i>
1.4. Le label ISR reste un succès quantitatif comparativement aux autres labels .....	15

**2. MALGRÉ CES DIFFÉRENCES, DES POSSIBILITÉS DE CONVERGENCE POURRAIENT ÊTRE RECHERCHÉES ENTRE LES DIFFÉRENTS LABELS EUROPÉENS..... 16**

- 2.1. Dans la perspective d'une union des marchés de capitaux, un label ISR européen permettrait de résorber les barrières à l'échange qui résultent de la multiplication des labels nationaux..... 16
- 2.2. L'initiative d'Ecolabel européen pour les produits financiers est un premier pas vers l'harmonisation des différents labels « verts », mais de par son focus environnemental, il n'élimine en rien la nécessité d'une approche européenne ESG..... 16
- 2.3. Un label ISR européen est inenvisageable à court terme, en attente du développement de la taxonomie sociale, et sous réserve des décisions prises lors de la stratégie renouvelée de la Commission européenne ..... 18
- 2.4. Malgré la difficulté de créer un label ISR européen à court terme, il semble néanmoins envisageable de proposer des équivalences sous condition entre les labels européens, comme première étape vers leur harmonisation ..... 19

CONFIDENTIEL  
EXEMPLAIRE  
Davina EL-BAZE

## 1. Le label ISR se distingue en plusieurs points des labels nationaux des autres Etats membres de l'Union européenne

### 1.1. Le label ISR est un label inclusif dont les objectifs sont définis de façon moins précise que ceux des autres labels européens

#### 1.1.1. La double cible, constituée des épargnants et des investisseurs professionnels, n'est pas une particularité du label ISR

Comme la majorité des labels européens, le label ISR s'adresse à la fois aux investisseurs professionnels et particuliers (cf. Tableau 1).

La cible n'est généralement pas clairement définie mis à part les labels autrichien et nordique qui visent les épargnants particuliers. Ils jouissent, en effet, de la renommée de leur marque généraliste. En effet, d'autres catégories de produits sont traitées par ces deux labels. Dans le cas de Nordic Swan, 90%<sup>1</sup> de la population nordique connaît le dispositif.

Tableau 1 : Cibles des labels européens

<b>Label ISR</b>	Ces labels ont pour cible à la fois les épargnants finaux et les investisseurs professionnels.
<b>LuxFLAG ESG</b>	
<b>FNG Siegel</b>	
<b>Towards Sustainability</b>	
<b>Umweltzeichen</b>	Ces labels sont tournés principalement vers l'épargnant. Ils sont également utilisés pour d'autres produits que les produits financiers tels que des biens de consommations, et jouissent ainsi d'une forte renommée auprès de la population.
<b>Nordic Swan</b>	
<b>Greenfin</b>	La cible de ce label est les investisseurs professionnels.

Source : Missio.

#### 1.1.2. Les objectifs du label ISR sont définis de façon moins précise que dans les autres labels européens.

Le label ISR affiche des objectifs proches de ceux des autres labels mais moins précisément définis et moins effectivement garantis (cf. tableau 2). Le label ISR vise à « concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité »<sup>2</sup>. Pour autant, le fonds candidat est invité à déclarer des « objectifs financiers [...] ou autres ». L'objectif du label est uniquement décrit dans le décret<sup>3</sup> de création du label ISR et sur son site, mais n'est pas précisé dans le référentiel du label, contrairement aux autres labels européens. Globalement, la promesse de contribution au développement durable formulée par le label ISR apparaît confuse (cf. annexe I).

<sup>1</sup>Nordic Ecolabel, <http://www.nordic-ecolabel.org/why-choose-ecolabelling/>

<sup>2</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au label « investissement socialement responsable ».

<sup>3</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au label « investissement socialement responsable ».

## Annexe IV

En comparaison, les autres labels européens assument plus explicitement et plus effectivement une contribution au développement durable. Seul le label *Towards Sustainability* vise spécifiquement une performance financière en plus d'une performance environnementale ou sociale. Cependant, la présence d'exclusions nombreuses, qui suit la logique du *avoiding harm*, permet d'assurer une contribution minimale au développement durable, ce que ne fait pas le label ISR. De plus, le label ISR, contrairement à nombre de ses homologues, ne fait aucunement référence à un cadre international venant préciser ces objectifs extrafinanciers, tel que les Objectifs de développement durable (ODD), développés par les Nations Unies.

**Tableau 2 : Objectifs des labels européens**

	<b>Objectif</b>	<b>Précision dans le référentiel</b>	<b>Cadre de référence</b>
<b>Label ISR</b>	Concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité.	Aucun objectif n'est défini dans le référentiel.	Aucune référence à un cadre international
<b>Towards Sustainability</b>	Contribuer au développement durable, tout en conciliant performance financière et sociétales.	« concilier les performances financières et un niveau élevé de performances sociétales. « augmenter qualitativement et quantitativement le niveau des produits financiers socialement responsables et durables, et d'intégrer ses principes aux produits financiers traditionnels. »	Mention des cadres : ODD, UN PRI, OCDE Guidelines, accord de Paris, autres cadres d'exclusions,
<b>LuxFLAG ESG</b>	Contribuer au développement durable.	« Promouvoir la mobilisation de capitaux pour des investissements durables »	Aucune référence à un cadre international
<b>FNG Siegel</b>		« Améliorer constamment les normes de qualité pour les produits d'investissement durables »	Mention des ODD, accord de Paris et du CBI
<b>Umweltzeichen</b>		« Influencer favorablement l'accès au capital et l'image des entreprises à vocation écologique »	Référence aux ODD pour certains produits
<b>Greenfin</b>		« Valoriser les fonds « verts » pour mobiliser davantage l'épargne vers la transition énergétique et écologique et la lutte contre le changement climatique »	Mention du CBI
<b>Nordic Swan</b>		« Encourager les entreprises et les marchés de capitaux à agir de manière plus durable à long terme »	Référence aux ODD, GBP

*Source : Mission.*

### 1.1.3. Le label ISR est un des plus inclusifs du marché européen

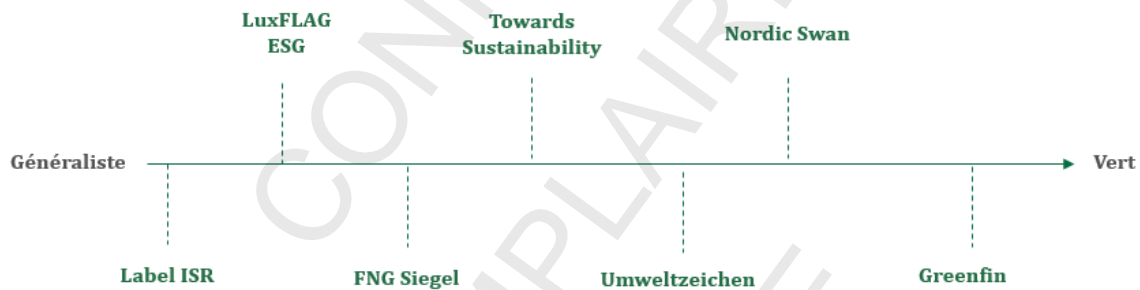
**Le label ISR vise une diffusion la plus large possible.** Il cherche, dès son origine, une approche inclusive venant compléter les labels français thématiques (*Finansol* et *Greenfin*).

Cette approche inclusive est partagée avec *LuxFLAG ESG* et *Towards Sustainability* là où *Umweltzeichen* et *Nordic Swan* se démarquent par des approches plus exigeantes. Le label autrichien promeut les meilleures pratiques ESG du marché là où le nordique valorise les investissements qu'il définit comme « verts » avec des critères supplémentaires ESG.

Contrairement au label ISR, tous les autres labels comportent des exclusions, dans une logique de contribution au développement durable, en interdisant l'investissement dans des émetteurs en lien avec des activités jugées néfastes pour l'environnement.

**Le label ISR apparait également particulièrement généraliste par rapport à ses homologues, aucun focus environnemental n'étant en particulier prévu** (cf. figure 1).

Figure 1 : Approches généralistes et à focus environnemental



Source : Mission, d'après Novethic.

## 1.2. L'organisation des différents labels européens est plus structurée que celle du label ISR

### 1.2.1. L'État en tant que détenteur de la marque joue un rôle tout particulièrement important dans la gouvernance du label ISR

**Le label ISR est un des labels, avec *Umweltzeichen* et *Greenfin*, où l'État joue un rôle prépondérant dans la gouvernance.** En effet, il est le détenteur de la marque du label et assure en partie la gestion de ce dernier.

Les pouvoirs publics sont absents de la gouvernance des labels *Towards Sustainability* et *FNG-Siegel*, issus d'initiatives de place, et sont faiblement impliqués dans celle de *LuxFLAG ESG* et *Nordic Swan* (cf. tableau 3).

Tableau 3 : Rôle de l'État au sein de la gouvernance

	État propriétaire du label	Démarche purement collectives	Parrainage par l'État
Label ISR	x		
LuxFLAG ESG			x
FNG Siegel		x	
Towards Sustainability		x	
Umweltzeichen	x		
Nordic Swan			x
Greenfin	x		

Source : Mission.

### 1.2.2. L'indépendance du label ISR est assurée par sa détention par les pouvoirs publics là où les initiatives privées doivent l'assurer grâce à une comitologie rigoureuse

L'indépendance des labels cherche à être assurée, soit par une comitologie non-représentative ou diversifiée, soit par un rôle prépondérant de l'État au sein de la gouvernance du label, ce qui est le cas, par exemple, pour le label ISR (cf. tableau 4).

L'indépendance des labels détenus par l'État découle de celle des pouvoirs publics vis-à-vis de la sphère financière.

Celle des initiatives de place incombe à une comitologie rigoureuse qui doit structurellement garantir l'absence de conflit d'intérêts : soit par l'absence de représentation des sociétés de gestion, soit par l'existence d'un contrepoids décisionnaire assuré par des experts indépendants. Elle peut également découler de l'indépendance organique de la structure chargée de la gestion du label, comme pour *Towards Sustainability* et *FNG-Siegel*. La préparation des décisions de labellisation par un audit conduit par des tiers indépendants est également un facteur de crédibilité de ces démarches de place.

Tableau 4 : Indépendance des labels européens vis-à-vis de la sphère financière

Label ISR	Elle est assurée par la détention du label par les pouvoirs publics.
Umweltzeichen	
Greenfin	
Towards Sustainability	L'association de place Febelfin a créé une entité indépendante (CLA) dont les instances de décisions comportent un nombre plus important d'experts que de membres du secteur financier et s'appuient sur des consultations des parties prenantes.
LuxFLAG ESG	LuxFLAG a mis en place un conseil d'administration mixte (privé/public) appuyé par une communauté d'experts financiers non représentatifs du marché de la gestion d'actifs.
Nordic Swan	Nordic Swan a fait le choix d'instance de décisions non représentatives qui s'appuient sur des consultations larges des parties prenantes.
FNG Siegel	L'association de place a créé une entité indépendante représentative appuyée par des chercheurs de l'Université de Hambourg.

Source : Missions.



### 1.2.3. La gouvernance du label ISR ne comprend pas de moyens propres pour sa gestion quotidienne contrairement à la majorité des labels européens

Tous les labels européens, à l'exception du label ISR et de *Greenfin*, s'appuient sur une structure permanente, dotée de moyens propres (cf. tableau 5).

Le label *Umweltzeichen*, également propriété de l'État, est, lui-même, doté de moyens propres dans la mesure où il est administré par l'ACA, association des consommateurs autrichiens.

**Tableau 5 : Moyens propres des labels européens**

<b>Label ISR</b>	Ces labels ne possèdent pas de moyens propres : le secrétariat est assuré par un agent du ministère principalement concerné.
<b>Greenfin</b>	
<b>FNG Siegel</b>	Ces labels ont des moyens propres allant de un à deux ETP qui s'occupent de la gestion quotidienne du label et en assurent le secrétariat.
<b>Towards Sustainability</b>	
<b>LuxFLAG ESG</b>	
<b>Nordic Swan</b>	
<b>Umweltzeichen</b>	

*Source : Mission.*

### 1.2.4. La labellisation du label ISR est entièrement externalisée, contrairement aux autres labels européens

Seuls *Greenfin* et le label ISR sont octroyés par des organismes labellisateurs tiers. S'agissant des autres labels européens, la labellisation est réalisée par leur gouvernance, qu'elle soit homologuée à la suite d'un audit réalisé par un organisme tiers, dans le cas de *Towards Sustainability* ou *FNG-Siegel*, ou entièrement traitée en interne (cf. tableau 6).

**Tableau 6 : Mécanisme de labellisation des labels européens**

	Labellisation réalisée par un tiers	Labellisation par la gouvernance du label suite à un audit extérieur	Labellisation entièrement en interne
<b>Label ISR</b>	x		
<b>LuxFLAG ESG</b>			x
<b>FNG Siegel</b>		x	
<b>Towards Sustainability</b>		x	
<b>Umweltzeichen</b>		x	
<b>Nordic Swan</b>			x
<b>Greenfin</b>	x		
<b>Finansol</b>			x
<b>CIES</b>			x
<b>Label Relance</b>			x

*Source : Mission.*

### 1.2.5. Les recettes du label ISR servent à la promotion du label là où chez la majorité des autres labels européens elles sont dédiées à la gestion quotidienne

Les recettes du label sont généralement dédiées à la gestion du label contrairement au label ISR où elles contribuent à la promotion du label (cf. tableau 7).

Tableau 7 : Gestion financière des labels européens

<b>Label ISR</b>	Les recettes du label ISR contribuent exclusivement à la promotion du label.
<b>Greenfin</b>	La gouvernance de <i>Greenfin</i> ne perçoit pas de recettes : les fonds payent directement les labellisateurs accrédités.
<b>Towards Sustainability</b>	Les recettes du label sont redirigées vers la gestion du label.
<b>FNG Siegel</b>	Les recettes du label contribuent à sa gestion et à sa promotion.
<b>LuxFLAG ESG</b>	
<b>Nordic Swan</b>	
<b>Umweltzeichen</b>	Les recettes du label servent au marketing et à la promotion du label.

Source : Mission.

### 1.3. Le label ISR, en avance sur les exigences d'engagement actionnarial et d'impact, ne comporte aucune exclusion contrairement à ses homologues européens et définit une stratégie unique et prescriptive de sélection positive, laissant ainsi peu de place à l'innovation en matière de stratégies durables

#### 1.3.1. En dehors du consensus commun autour des OPCVM, le label ISR ne possède pas le même périmètre de produits éligibles à la labellisation que ses homologues européens

Comme les autres fonds, le label ISR rend éligibles les OPCVM mais se démarque par son élargissement aux fonds immobiliers et aux mandats. En revanche, il ne labellise pas les contrats d'assurance vie, les produits bancaires ni les titres de dettes contrairement à *Towards Sustainability*, *Nordic Swan* et *Umweltzeichen*.

Les labels européens ciblent *a minima* les fonds OPCVM/UCITS, distribués dans le pays de gouvernance du label. L'ouverture aux fonds immobiliers ne concerne que le label *Umweltzeichen* et le label *Greenfin*, et est étendue au label ISR depuis octobre 2020. S'agissant des fonds non-cotés (FIA de capital-investissement et d'infrastructures), seul le label *Greenfin* les rend éligibles.

#### 1.3.2. Le label ISR fait office d'exception en ne comprenant pas d'exclusion et en se focalisant sur deux méthodes de sélectivité

Le label ISR se démarque de ses homologues européens par son absence d'exclusion (cf. tableau 8 et tableau 9). Seuls *LuxFLAG ESG* et le label ISR ne comportent aucune exclusion.

Hors énergie, on observe une base commune d'exclusions ESG comprenant les armes conventionnelles et non conventionnelles. Le tabac et l'ingénierie génétique sont exclus également par la moitié des labels (hors *Greenfin*).

## Annexe IV

S'agissant des exclusions énergétiques ou climatiques, un consensus semble se dessiner autour d'exclusions définies par des seuils, souvent 5 % du chiffre d'affaire de l'émetteur, concernant l'exploration et l'extraction du charbon, des fossiles conventionnels et non conventionnels et la production d'électricité fondée sur les fossiles, le charbon et le nucléaire.

Par ailleurs, il est intéressant de noter que *Towards Sustainability* a défini des seuils évolutifs d'exclusion pour accompagner la transition du marché vers des actifs plus durables.

**L'exigence de sélectivité du label ISR repose sur une démarche unique de réduction de l'univers d'investissement là où les autres labels sont moins prescriptifs et acceptent une plus grande diversité de stratégies ESG dans la mesure où leur significativité est démontrée** (cf. tableau 10).

En effet, les autres labels européens exigent du fonds qu'il définisse une stratégie ESG parmi une liste, souvent fondée sur celle d'Eurosif. Elle comprend la sélection négative/exclusion, la sélection positive/« *best-in class* », la sélection normative, l'intégration ESG, les investissements thématiques, les investissements d'impact, l'engagement et dialogue. En plus des exclusions imposées, il est souvent possible d'allier plusieurs stratégies (certaines sont considérées comme insuffisantes seules telles que l'engagement actionnarial). Dans les cas où la labellisation repose sur une notation, le fonds doit obligatoirement définir une stratégie ESG et la qualité de sa réalisation est évaluée par un barème à points.

## Annexe IV

Tableau 8 : Exclusions hors climat des labels européens

	Cadre d'exclusions normatives		Armes non conventionnelles	Armes conventionnelles	Tabac	Ingénierie génétique
	Entreprises	Obligations souveraines				
<b>Label ISR</b>	Non	Non	Non	Non	Non	Non
<b>LuxFLAG ESG<sup>4</sup></b>	OIT	Listes (UNCS et FATF)	V/P/C <sup>5</sup>	V/P/C	V/P/C	V/P/C
<b>FNG Siegel</b>	Global Compact	Listes (dont Freedom House, biodiversité, corruption, traité de non-prolifération nucléaire)	P	P (5 %)	Non	Non
<b>Towards Sustainability</b>	Global Compact	Liste d'États sous sanction et Global Compact	V/P/C	P/C (10 %)	V/P (10 %)	Non
<b>Umweltzeichen</b>	Cadre propre	Listes (droits humains, peine de mort, budget militaire et soutien au nouveau nucléaire)	V/P	V/P	Non	V/P
<b>Nordic Swan</b>	Cadre propre	Listes (Accord de Paris, sanctions, biodiversité et corruption)	V/P/C	V/P	P	P (bonus)
<b>Greenfin<sup>6</sup></b>	Non	Non	V/P/C	Non	Non	Non

Source : Mission.

<sup>4</sup> Exclut également les activités suivantes : jeux, pornographie, alcool (sauf vin et bière), pesticides interdits, médias antidémocratiques.

<sup>5</sup> V/P/C signifie Vente/Production/Composants.

<sup>6</sup> Exclut également les entreprises réalisant 33 % ou plus de leur chiffre d'affaires dans l'exploitation forestière, sauf si elle gérée de manière durable, et l'agriculture sur tourbière.

Tableau 9 : Exclusions climat des labels européens

	Exploration et extraction			Production d'électricité		
	Charbon	Fossiles non conventionnels	Fossiles conventionnels	Fossiles	Charbon	Énergie nucléaire
<b>Label ISR</b>	Non	Non	Non	Non	Non	Non
<b>LuxFLAG ESG<sup>7</sup></b>	Non	Non	Non	Non	Non	Oui
<b>FNG Siegel</b>	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Non	Non	Oui (25 %)	Oui (5 %)
<b>Towards Sustainability</b>	Oui (10 %)	Oui (10 %)	Pétrole uniquement (60 %)	Seuils définis par l'intensité carbone de l'énergie (en gCO <sub>2</sub> /kWh). Si informations non disponibles, seuils basés sur le chiffre d'affaire.		
<b>Umweltzeichen<sup>8</sup></b>	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Pétrole uniquement (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)
<b>Nordic Swan<sup>9</sup></b>	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)
<b>Greenfin<sup>10</sup></b>	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)	Oui (5 %)

Source : Mission.

<sup>7</sup> Exclut également les activités suivantes : bois non durable, pratiques environnementales nuisibles, et nucléaire et matière radioactive de façon générale.

<sup>8</sup> Le référentiel mentionne également les exclusions suivantes : la construction et l'exploitation de centrales nucléaires, la fabrication de composants nécessaires à la production d'énergie nucléaire et d'uranium, et dans le cas particulier de l'immobilier, les projets non conforme avec le « klimaativ building standards ».

<sup>9</sup> Exception faite des entreprises engagées dans la transition (qui investissent à plus de 75 % dans des activités liées aux énergies renouvelables sur une période de 3 ans, et que les énergies renouvelables représentent plus de 50 % des revenus issus de la production d'électricité. De plus, l'entreprise doit tirer moins de 0,1 % de ses revenus des sables bitumineux, du pétrole ou du gaz de schiste ou d'autres activités de fracturation et/ou d'extraction de schiste bitumineux.

<sup>10</sup> Exclut également les sociétés dont le chiffre d'affaire excède 5 % sur les activités en lien avec l'ensemble de la filière nucléaire, les sociétés de distribution, de transport et la production d'équipements de service dont plus de 33 % du chiffre d'affaire est réalisé auprès de clients des secteurs exclus (définis dans le tableau 9), les entreprises réalisant 33 % ou plus de leur chiffre d'affaires dans l'exploitation forestière, sauf si elle gérée de manière durable, et l'agriculture sur tourbière.

Annexe IV

Tableau 10 : Sélection positive des actifs en portefeuille des labels européens

	Type	Couverture d'analyse ESG	Sélection positive ESG	Sélection positive climat	Exigence de moyens ESG
<b>Label ISR</b>	« Pass or Fail »	> 90 %	Réduction de l'univers investissable d'au moins 20% sur les critères ESG, ou note ESG moyenne du portefeuille meilleure que celle de l'univers de référence après élimination de 20% des plus mauvaises valeurs	Non	Oui
<b>LuxFLAG ESG</b>	« Pass or Fail »	100 %	Définition d'une stratégie de sélection ESG Mise en place de processus ESG cohérents avec la stratégie	Non	Oui
<b>FNG Siegel</b>	« Pass or Fail »	100 %	Définition d'une stratégie ESG explicite	Non	Non
	Notation	Non	Qualité de la sélection et de la due diligence ESG, Au niveau de la société de gestion, définition d'une stratégie responsable et intégration ISR au sein de tous ses fonds,	Non	Oui
<b>Towards Sustainability</b>	« Pass or Fail »	100 %	Réalisation d'une due diligence portant sur les risques ESG Définition de la stratégie de sélection ESG	Non	Oui
	« Pass or Fail »	100 %	Intégration de critères de sélection ESG Définition d'une stratégie de sélection ESG (si « best-in-class » ou notation : réduction d'au moins 50 % de l'univers investissable)	Non	Non
<b>Umweltzeichen</b>	Notation	Non	Qualité de la due diligence ESG Si « best-in-class » ou notation : réduction de plus de 50 % de l'univers investissable	Non	Oui

Annexe IV

	Type	Couverture d'analyse ESG	Sélection positive ESG	Sélection positive climat	Exigence de moyens ESG
<b>Nordic Swan</b>	« Pass or Fail »	>90 %	Au moins 50 % du portefeuille doit être investi dans des titres associés aux meilleures pratiques ESG	Non	Oui
	Notation	100 %	Identification d'inclusions, et/ou d'exclusions sur des entreprises indirectement engagées dans une activité comme non durable	Seuils de 10/22/35/50 % du chiffre d'affaire vert (selon l'ICMA) consolidé à l'échelle du portefeuille.	Non
<b>Greenfin</b>	« Pass or Fail »	Non	Veille active des controverses ESG des sous-jacents	Portefeuille composé d'au moins 20 % d'émetteurs avec 50 % d'éco-activités, et au plus 25 % d'émetteurs avec moins de 10 % d'éco-activités.	Non

Source : Mission.

### 1.3.3. En termes d'engagement actionnarial, les exigences du label ISR sont plus strictes que la majorité des autres labels européens

Le label ISR est exigeant en termes d'engagement actionnarial, notamment au niveau de la transparence et des moyens mis en place pour l'assurer.

En effet, *Towards Sustainability* n'a rendu ce critère obligatoire que pour les seules entreprises ayant des activités en lien avec l'énergie fossile. *LuxFLAG ESG* et *Greenfin* ne l'exigent pas non plus, alors que *FNG-Siegel*, *Nordic Swan* et *Umweltzeichen* se contentent de le récompenser dans leur notation. Le label ISR promeut une transparence accrue vis-à-vis de l'engagement actionnarial du fonds mais n'exige pas un pourcentage minimum de vote réalisés ni d'émetteurs avec lesquels un dialogue a été établi. En revanche, de telles cibles existent au niveau de *Nordic Swan* et *FNG-Siegel* mais pour leur seule notation.

Tableau 11 : L'engagement actionnarial au sein des labels européens

	Type	Critères d'engagement actionnarial
<b>Label ISR</b>	« Pass or Fail »	Politique de vote et d'engagement formalisée et moyens mis en œuvre cohérents avec les objectifs ESG du fonds
<b>LuxFLAG ESG</b>	« Pass or Fail »	Pas obligatoire : stratégie durable possible mais non suffisante.
<b>FNG Siegel</b>	« Pass or Fail »	Non
	Notation	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Exercice du droit de vote, et dialogue actif en lien avec le développement durable, mené auprès d'une proportion significative d'émetteurs.</li> <li>▪ Mise en place d'une politique sur les processus d'engagement</li> </ul>
<b>Towards Sustainability</b>	« Pass or Fail »	Excepté pour les entreprises actives dans le domaine des énergies fossiles, l'engagement actionnarial et le dialogue n'est pas obligatoire et considéré comme une stratégie durable encouragée mais non suffisante.
<b>Umweltzeichen</b>	« Pass or Fail »	Non
	Notation	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Exercice du droit de vote en assemblées générales,</li> <li>▪ Dialogue avec les entreprises avec pour objectif, la réduction de leur empreinte carbone</li> </ul>
<b>Nordic Swan</b>	« Pass or Fail »	Non
	Notation	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Votes réguliers (à plus de 10 % ou 50 % des AG) et leur historique,</li> <li>▪ Définition d'une stratégie future de proposition de résolutions actionnariales,</li> <li>▪ Engagement ESG régulier avec au moins 5/10 % des sociétés en portefeuille.</li> <li>▪ Ressources et objectifs spécifiques alloués au processus d'engagement et de dialogue.</li> </ul>
<b>Greenfin</b>	« Pass or Fail »	Non

Source : Mission.



### 1.3.4. Face aux autres labels européens, le label ISR est en avance quant à l'exigence de présentation de mesures de performance ESG ou d'impact

Le label ISR est le premier label à rendre obligatoire la publication d'indicateurs d'impact et leur pilotage.

En effet, excepté pour le label *Greenfin*, la publication d'indicateurs bruts n'est pas rendue obligatoire. Elle rapporte des points au sein de la notation de *Nordic Swan*, d'*Umweltzeichen* et de *FNG-Siegel* et ne représente pas une exigence stricte dans le référentiel de *Towards Sustainability*.

Tableau 12 : L'impact au sein des labels européens

	Type	Impact
<b>Label ISR</b>	« Pass or Fail »	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Suivi des performances ESG et de leurs évolutions</li> <li>▪ Un à deux indicateurs comparé au benchmark calculé sur le long terme, au moins un de ces deux indicateurs doit être meilleur que le benchmark</li> </ul>
<b>LuxFLAG ESG</b>	« Pass or Fail »	Non
<b>FNG Siegel</b>	« Pass or Fail »	Non
	Notation	Indicateurs d'impact ESG comparé à la référence et leurs évolutions
<b>Towards Sustainability</b>	« Pass or Fail »	Non obligatoire : intensité carbone, seuils d'exclusions pratiqués et exposition, en encours, des fonds au secteur des énergies fossiles.
<b>Umweltzeichen</b>	« Pass or Fail »	Non
	Notation	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Trajectoire de réduction de l'empreinte et risque carbone du fonds,</li> <li>▪ Au moins deux indicateurs de performance ESG</li> </ul>
<b>Nordic Swan</b>	« Pass or Fail »	Non
	Notation	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Indicateurs physiques tels que les émissions de CO2 évitées</li> <li>▪ Analyse d'impact pour les dix plus grosses positions du fonds</li> </ul>
<b>Greenfin</b>	« Pass or Fail »	Au moins un indicateur de performance pour au moins un des domaines suivants : changement climatique, eau, ressources naturelles, biodiversité

Source : Mission.

### 1.3.5. En matière de transparence, le label ISR se rapproche des meilleures pratiques européennes

S'agissant de la transparence, le label ISR apparaît en ligne avec le niveau d'exigence moyen des labels européens, mais le parangonnage fait apparaître des pistes d'amélioration. Le label ISR prévoit un rapport annuel détaillé qui se retrouve également dans les autres labels, même si la forme peut être différente. Toutefois, le rythme de publication de l'inventaire est plus lent dans le cas du label ISR. Une bonne pratique s'observe également avec le label *Towards Sustainability* qui diffuse, sur son site internet, une fiche synthétique de présentation de chacun des produits labellisés. La transparence est au cœur de tous les labels généralistes (cf. tableau 13). Seul *LuxFLAG ESG* ne demande aucune transparence particulière vis-à-vis de l'investisseur, mis à part un inventaire public annuel.

**Annexe IV**

**Tableau 13 : La transparence au sein des labels européens**

	<b>Publication de l'inventaire</b>	<b>Type</b>	<b>Transparence ESG</b>	<b>Transparence climat</b>
<b>Label ISR</b>	Annuelle	« Pass or Fail »	Rapport annuel détaillé sur la gestion ESG dont objectifs, méthodologie d'analyse ESG, suivi des performances ESG et des indicateurs comparés au benchmark  Politique de vote publique	Non
<b>LuxFLAG ESG</b>	Annuelle	« Pass or Fail »	Non	Non
<b>FNG Siegel</b>	Selon la fréquence prévue dans le code de transparence	« Pass or Fail »	Publication d'un rapport de « durabilité », de la déclaration du code de transparence Eurosif et de la stratégie de durabilité	Pour les fonds thématiques : définition des activités durables.
		Notation	Document détaillant formellement la politique d'engagement  Publication de la performance ESG trimestrielle comportant les indicateurs d'impact, des données brutes ESG, la notation ESG comparée au benchmark du fonds	
<b>Towards Sustainability</b>	Trimestrielle	« Pass or Fail »	Document détaillant la politique d'exclusion, les stratégies durables poursuivies et la gestion des risques ESG et climat  Rapport d'engagement actionnarial si nécessaire	
<b>Umweltzeichen</b>	Mensuelle	« Pass or Fail »	Document présentant les caractéristiques ESG du fonds et sa politique d'engagement actionnarial	Présentation des cinq émetteurs les plus durables du fonds
		Notation	Non	Non
<b>Nordic Swan</b>	Trimestrielle	« Pass or Fail »	Rapport public annuel présentant les caractéristiques ESG du fonds	
		Notation	Rapport annuel d'engagement dont statistiques de vote  Publication de l'analyse de sélection des entreprises positionnées sur la transition écologique	
<b>Greenfin</b>	Annuelle	« Pass or Fail »	Informations sur les moyens mobilisés pour le processus de veille et de gestion des controverses ESG	Description des objectifs et impacts du fonds  Documentation claire sur la méthodologie d'évaluation de la part verte du fonds

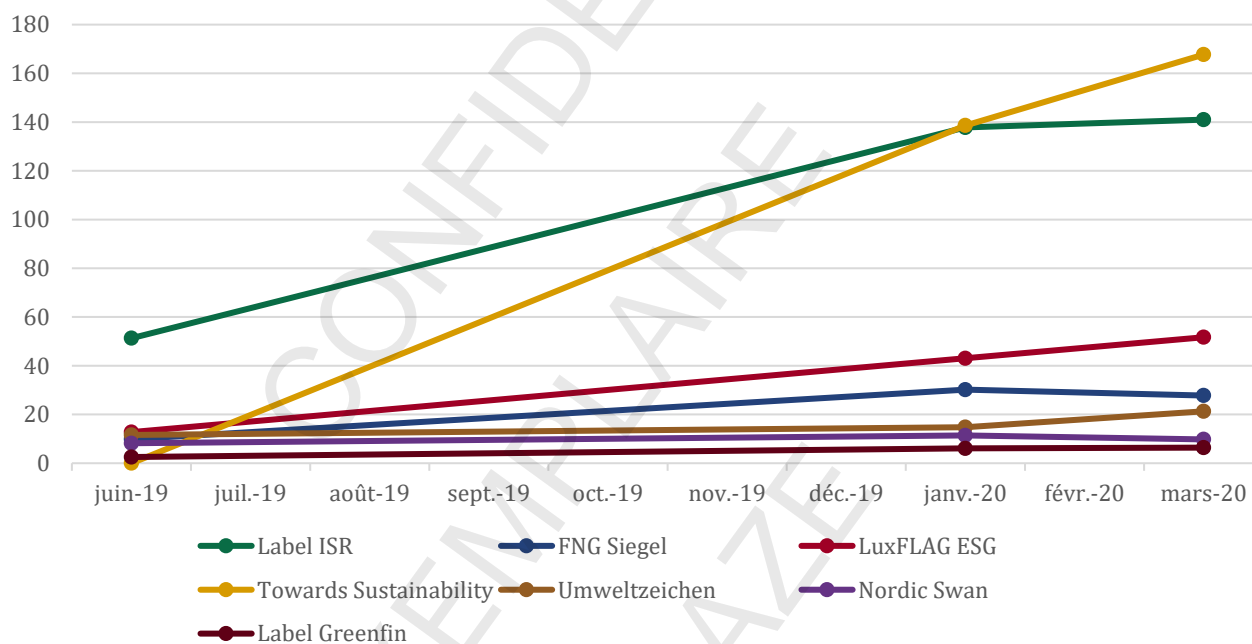
Source : Mission.

### 1.4. Le label ISR reste un succès quantitatif comparativement aux autres labels

Les encours des labels ISR et *Towards Sustainability* sont largement supérieurs à ceux des autres labels européens (cf. graphique 2). En effet, leur approche inclusive et la maturité des marchés français et belge sur les problématiques ESG ont permis une diffusion importante et rapide au sein de ces places financières.

Les labels *Greenfin*, *Nordic Swan* et *Umweltzeichen* sont quant à eux des labels plus exigeants et moins inclusifs ce qui explique leurs plus faibles encours.

Graphique 2 : Encours des labels européens au 31/03/20 (en Md€)



Source : Novethic

## 2. Malgré ces différences, des possibilités de convergence pourraient être recherchées entre les différents labels européens

### 2.1. Dans la perspective d'une union des marchés de capitaux, un label ISR européen permettrait de résorber les barrières à l'échange qui résultent de la multiplication des labels nationaux

**Au niveau européen, la prolifération des labels ISR ou ESG entraîne un manque de clarté pour l'épargnant<sup>11</sup>.** L'utilité des labels est de simplifier une offre prolifique et d'établir ou restaurer la confiance sur la qualité d'un bien qui ne peut être éprouvée directement, ou pour laquelle l'information disponible est rare. Or, la multiplication des labels européens accroît le bruit fourni par chacun des signaux de qualité : des fonds peuvent obtenir deux ou trois labels différents pour accéder à autant de marchés différents.

**De plus, les exigences des différents labels européens ne se recoupent pas entièrement, ce qui engendre des barrières à l'échange des capitaux.** En effet, les fonds éligibles, les exclusions, les stratégies de sélection positive, les mesures d'impact et la notion d'engagement actionnarial connaissent des variations entre les labels européens. Ces écarts complexifient la construction des portefeuilles et obligent les sociétés de gestion souhaitant avoir accès à différents marchés nationaux européens à trouver un plus petit dénominateur commun entre ces différents critères. La majorité des acteurs financiers, interrogés par la mission, a remonté le besoin d'uniformisation des pratiques afin de faciliter leur développement au sein des marchés européens.

**Enfin, cette multiplication de labels va à l'encontre de la volonté européenne d'unification des régimes d'investissement, matérialisée par la directive UCITS IV<sup>12</sup>.** De fait, cette directive vise de manière générale à améliorer l'efficacité du marché unique en facilitant la libre circulation au sein de l'UE des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières). Les OPCVM respectant les règles de cette directive sont dits coordonnés et disposent automatiquement, dès leur agrément par leur régulateur local, d'un passeport européen permettant une libre commercialisation dans l'espace économique européen. Ainsi, les barrières à l'entrée résultant de la profusion de labels européens s'opposent à la philosophie d'harmonisation et d'unification de cette initiative.

### 2.2. L'initiative d'Ecolabel européen pour les produits financiers est un premier pas vers l'harmonisation des différents labels « verts », mais de par son focus environnemental, il n'élimine en rien la nécessité d'une approche européenne ESG

**L'Ecolabel pour les produits financiers est une initiative européenne, en cours d'élaboration, qui a pour but d'offrir un signal commun de la durabilité des placements financiers de détail.** L'Ecolabel est né en 1992<sup>13</sup> et vise à « *promouvoir la conception, la production, la commercialisation et l'utilisation de produits ayant une incidence moindre sur l'environnement pendant tout leur cycle de vie* ». Ce label qui s'adresse au consommateur final. Il comprend actuellement 53 catégories de produits.

---

<sup>11</sup> *Le rôle des labels dans la finance verte : construction et régulation d'un marché des labels en France*, Patricia Crifo, Rodolphe Durand et Jean-Pascal Gond.

<sup>12</sup> Directive 2009/65/CE du parlement européen et du conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

<sup>13</sup> Règlement (CEE) n° 880/92 du Conseil du 23 mars 1992.

La création de l'Ecolabel pour les produits financiers est l'une des priorités du Plan d'action pour la finance durable de mars 2018<sup>14</sup> de la Commission européenne et l'une des applications majeures du règlement *Taxonomy*<sup>15</sup>.

Le développement des exigences de l'Ecolabel pour les produits financiers a commencé début 2019 et son référentiel vise à être adopté d'ici le mois de mars 2021 (le calendrier ayant été révisé à plusieurs reprises). L'objectif primaire du référentiel serait de couvrir 10 à 20 % du marché tel que le prévoit le règlement Ecolabel.

**Dans sa version publiée en décembre 2019<sup>16</sup>, le projet de de référentiel reposait sur cinq critères obligatoires :**

- ◆ la composition du portefeuille est fondée sur des seuils d'investissement « verts » au niveau du portefeuille et est caractérisée, pour les fonds actions, par une approche en trois « poches » afin de distinguer les entreprises sous-jacentes investissant dans des activités « vertes » (poche n°1)<sup>17</sup>, des investissements dans des activités dites « de transition » (poche n°2), des entreprises entrant dans la poche de diversification (poche n°3) ;
- ◆ les exclusions environnementales<sup>18</sup> ;
- ◆ les exclusions sur les aspects sociaux et de gouvernance ;
- ◆ l'engagement actionnarial avec des exigences quantitatives, à l'instar d'une obligation de moyens d'engagement avec un minimum de 50 % des émetteurs considérés comme « bruns » en portefeuille (*i.e.* seuil d'activités vertes inférieur à 50 %) ;
- ◆ la transparence.

Ce projet de référentiel a suscité la crainte que l'initiative aboutisse un niveau d'exigence trop élevé, qui ne permettrait pas une réelle diffusion du label : une étude réalisée à partir de ces critères estimait à 3 % la proportion des fonds verts existants susceptibles de satisfaire les critères de l'Ecolabel<sup>19</sup>.

---

<sup>14</sup> En effet, son plan d'action sur la finance durable vise à créer des incitations cohérentes et des standards de marchés stables, pour être en mesure de mobiliser les flux financiers nécessaires à la réalisation des objectifs de développement durable des Nations-Unies. Pour cela, elle poursuit trois objectifs : réorienter les flux de capitaux vers l'investissement durable, gérer les risques financiers liés aux enjeux environnementaux et sociaux, promouvoir la transparence et une vision économique de long-terme.

<sup>15</sup> Règlement (UE) 2020/852 du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables.

<sup>16</sup> *Second Technical report EU Ecolabel Financial Products*, December 2019, disponible au lien suivant : [https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2020-02/20191220\\_EU\\_Ecolabel\\_FP\\_Draft\\_Technical\\_Report\\_2-0.pdf](https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2020-02/20191220_EU_Ecolabel_FP_Draft_Technical_Report_2-0.pdf)

<sup>17</sup> Le caractère « vert » des investissements se fonde sur la définition des activités dites « *environmentally sustainable* » aux termes de l'article 3 du règlement *Taxonomy*.

<sup>18</sup> Concernant le nucléaire, non traité en l'état de la taxonomie, le projet de référentiel propose, depuis décembre 2019, l'exclusion de l'ensemble des activités du cycle du combustible nucléaire.

<sup>19</sup> European Commission (Malte Hessenius, Maurice Dumrose, Christina Anselm, Stefanie Berendsen, Ingmar Juergens, Christian Klein, Felicitas Koch, Karsten Löffler, Sebastian Rink), *Testing Draft EU Ecolabel Criteria on UCITS equity funds*, juin 2020.

**Une dernière version<sup>20</sup> du référentiel a été publiée par le centre de recherche (JRC), en octobre 2020, à la suite d'une consultation, réalisée en mars 2020.** Ce troisième projet de référentiel prend en compte les points soulevés lors de cette consultation, et approfondit les différents critères, mentionnés ci-dessus. Il vient, en outre, apporter les modifications suivantes :

- ◆ l'ouverture aux fonds immobiliers et aux *European Long Term Infrastructure Investment Funds* (ELTIFs) ;
- ◆ la refonte du premier critère de composition du portefeuille : il différencie maintenant les investissements dans des activités environnementalement durables, et dans celles en transition. Pour les premiers, l'approche en « trois poches » est remplacée par un seuil minimal de 40 % de la valeur totale du portefeuille des actifs sous gestion investis dans des activités économiques durables<sup>21</sup>. Pour les actifs en transition, ils concernent les activités dans l'énergie, les transports, la production et la gestion des déchets, et des seuils sont définis en fonction du niveau de maturité, en termes de transition ou de croissance verte, de l'émetteur ;
- ◆ la création d'un sixième pilier concernant des mesures pouvant être prises en compte par les gestionnaires de portefeuille pour améliorer leur impact<sup>22</sup>. Des mesures sont demandées pour piloter les critères d'investissement dans des activités durables et en transition, d'exclusions, d'engagement et de transparence.

**En tout état de cause, la création de l'Ecolabel au niveau européen ne supprime pas pour autant l'intérêt du marché pour des approches généralistes ESG, telles que le label ISR.** Avec l'Ecolabel, la Commission européenne s'est attachée à valoriser les investissements en faveur de la transition écologique et, plus particulièrement, les fonds à thématique environnementale. Il s'apparente au label *Greenfin* français. Or ces produits ne représentent qu'une partie de l'investissement socialement responsable et ne répondent que partiellement à la demande des acteurs du marché.

### **2.3. Un label ISR européen est inenvisageable à court terme, en attente du développement de la taxonomie sociale, et sous réserve des décisions prises lors de la stratégie renouvelée de la Commission européenne**

**En l'état actuel, la Commission européenne ne travaille pas sur la création d'un label ISR/ESG.** Néanmoins, elle a évoqué lors de sa consultation publique, finalisée en juin 2020, cette possibilité en interrogeant les parties prenantes sur sa nécessité.

En effet, dans le cadre du plan d'action sur la finance durable, une stratégie renouvelée est prévue pour début 2021 à la suite d'une consultation publique ouverte jusqu'au 15 juillet 2020. Il était

---

<sup>20</sup> Troisième *Technical report EU Ecolabel Financial Products*, octobre 2020, disponible au lien suivant : <https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2020-10/Draft%20Technical%20Report%203%20-%20Retail%20financial%20products.pdf>

<sup>21</sup> Le pourcentage de contribution de chaque entreprise est calculé comme la moyenne pondérée de son % de revenu vert et de son pourcentage d'investissements verts ou de son pourcentage de croissance prévue du revenu vert. La somme des contributions des entreprises pondérées donne le pourcentage de la valeur totale du portefeuille investi dans une activité économique durable sur le plan environnemental.

<sup>22</sup> L'impact de l'investisseur est défini comme « le changement que les activités des investisseurs entraînent dans l'impact de l'entreprise », qui à son tour est défini comme « le changement que les activités de l'entreprise entraînent dans les paramètres sociaux et économiques ».

notamment demandé<sup>23</sup> aux parties prenantes si elles pensaient que la Commission européenne devrait instaurer une norme minimale pour les fonds d'investissements durables ESG destinés aux investisseurs de détail, et si oui, laquelle.

**Le label ISR/ESG européen reste inenvisageable à court terme.** Quand bien même la Commission européenne intégrerait cette mesure dans sa prochaine stratégie, et au vu du temps qui s'est écoulé entre la volonté de création de l'Ecolabel pour les produits financiers et la potentielle ratification de son référentiel, soit trois ans, la création du label ISR/ESG européen est improbable dans les prochaines années. Le développement des critères du label ISR/ESG européens se ferait sous condition d'une possible élaboration d'une taxonomie sociale, déjà envisagée dans le cadre de la conception de « *social bonds* », ce qui retarderait la conception de son référentiel.

### **2.4. Malgré la difficulté de créer un label ISR européen à court terme, il semble néanmoins envisageable de proposer des équivalences sous condition entre les labels européens, comme première étape vers leur harmonisation**

**La fusion du label ISR avec d'autres labels européens existants, ou en projet, ne semble pas réalisable.** Les exigences des labels sont trop disparates pour pouvoir fusionner les différents critères : le label ISR ne comporte à date aucune exclusion, et la méthodologie de sélection des actifs au sein du portefeuille est moins inclusive que celle des autres labels. De plus, les autres labels comportent, entre eux, des approches variées. Elles peuvent être fondées sur des critères minimaux ou sur un système de notation. Les éléments valorisés restent également hétérogènes, au sein des différents barèmes à point.

**Une équivalence directe semble également hors de portée car elle représenterait un renoncement aux spécificités nationales.** Dans le cas de la France, l'exclusion du nucléaire n'est pas souhaitable car cette énergie est un pilier essentiel de la stratégie nationale bas-carbone (SNBC) qui prévoit 50 % de production d'électricité par le nucléaire à horizon 2035. S'agissant de l'Allemagne, elle privilégie le charbon et applique ainsi, une politique d'exclusion partielle plus laxiste que les autres labels avec un seuil d'exclusion de l'émetteur à partir de 25 % de son chiffre d'affaire réalisé avec la production d'électricité fondée sur le charbon, contre 5 % pour les labels *Umweltzeichen*, *Nordic Swan* et *Greenfin*.

**Néanmoins, une équivalence sous condition pourrait être poursuivie.** L'obtention d'un label européen pourrait donner un accès accéléré à d'autres labels en laissant la main au label local sur certaines spécificités nationales. Cela permettrait d'alléger certaines barrières à l'échange rencontrées par les sociétés de gestion.

**À ce titre, la création d'un forum informel réunissant les gestionnaires des labels européens est envisageable et souhaitable.** Les entretiens ont montré que les gestionnaires des labels sont ouverts à la discussion et souhaitent comparer leur vision de l'ESG. De plus, la création d'un label ISR/ESG européen leur semble également lointaine bien que désirable.

---

<sup>23</sup> « Dans son rapport final, le groupe d'experts à haut niveau sur la finance durable a recommandé d'instaurer une norme minimale pour les fonds d'investissement durables (communément appelés fonds ESG ou fonds ISR, même s'ils ont recours à des méthodologies diverses), destinés aux investisseurs de détail. D'après vous, quelles mesures seraient nécessaires pour normaliser les fonds d'investissement ayant des caractéristiques de développement durable plus larges », *Réponse à la consultation de la Commission européenne sur sa stratégie renouvelée en matière de finance durable*, ASPIM, juin 2020.





CONFIDENTIEL

**ANNEXE V**

**Liste des personnes rencontrées**

EXEMPLAIRE  
Davina EL-BAZE



# SOMMAIRE

<b>1. ADMINISTRATION</b> .....	<b>1</b>
1.1. Cabinet du Premier ministre .....	1
1.2. Cabinet du ministre de l'économie, des finances et de la relance .....	1
1.3. Assemblée nationale .....	1
<b>2. DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR (DG TRÉSOR)</b> .....	<b>1</b>
<b>3. AUTORITÉS DE RÉGULATION</b> .....	<b>1</b>
3.1. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).....	1
3.2. Autorité des marchés financiers (AMF).....	2
3.3. Banque de France.....	2
<b>4. MEMBRES DU COMITÉ DU LABEL ISR ET DU COMITÉ SCIENTIFIQUE</b> .....	<b>2</b>
4.1. Comité du label.....	2
4.2. Conseil scientifique .....	3
<b>5. ORGANISMES DE CERTIFICATION</b> .....	<b>3</b>
5.1. EY France.....	3
5.2. AFNOR Certification .....	3
5.3. COFRAC Certifications.....	3
<b>6. SOCIÉTÉS DE GESTION</b> .....	<b>3</b>
6.1. AG2R La mondiale.....	3
6.2. Axa IM .....	3
6.3. Aviva.....	3
6.4. Amundi .....	4
6.5. Blackrock.....	4
6.6. Blue Like an Orange Sustainable Capital .....	4
6.7. BNP Paribas .....	4
6.8. Crédit Mutuel Asset Management .....	5
6.9. Ecofi Investissements.....	5
6.10.. Groupama AM.....	5
6.11.. Hottinguer .....	5
6.12.. La banque postale asset management.....	5
6.13.. La Française.....	5
6.1. Mirova.....	5
6.2. Natixis .....	6
6.3. OFI AM .....	6

<b>7. FOURNISSEURS DE DONNÉES EXTRAFINANCIÈRES</b> .....	<b>6</b>
7.1. Sustainalytics .....	6
7.2. S&P Global.....	6
7.3. Qivalio.....	6
7.4. MSCI.....	6
7.5. Beyond ratings .....	6
<b>8. FÉDÉRATION D'ACTEURS FINANCIERS</b> .....	<b>7</b>
8.1. Association française de gestion (AFG) .....	7
8.2. Association des sociétés de placements immobiliers (ASPIM).....	7
8.3. Fédération française de l'assurance (FFA) .....	7
<b>9. ASSOCIATIONS DE PLACE SPÉCIALISÉES DANS LE DOMAINE DE LA FINANCE DURABLE</b> .....	<b>7</b>
9.1. Finance for tomorrow (F4T) .....	7
9.2. Eurosif.....	7
9.3. The Investment Association (Grande-Bretagne) .....	7
9.4. Forum per la finanza sostenibile (Italie) .....	8
9.5. Forum pour l'investissement responsable (FIR) .....	8
9.6. Novethic.....	8
9.7. Association des investisseurs pour la croissance (France Invest) .....	8
<b>10. ORGANISATION NON-GOUVERNEMENTALES (ONG)</b> .....	<b>8</b>
10.1. WWF.....	8
10.2. Finance Watch.....	8
<b>11. AUTRE LABELS DE FINANCE DURABLE EN FRANCE ET EN EUROPE</b> .....	<b>8</b>
11.1. Greenfin.....	8
11.2. Finansol.....	8
11.3. Towards Sustainability.....	9
11.4. Nordic Swan Ecolabel.....	9
11.5. FNG Siegel .....	9
11.6. Umweltzeichen.....	9
11.7. LuxFLAG.....	9
<b>12. ADMINISTRATION DE L'UNION EUROPÉENNE</b> .....	<b>10</b>
12.1. Direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés de capitaux (DG FISMA) .....	10
12.2. Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) .....	10
12.3. Centre de recherche commun (JRC).....	10
<b>13. AUTRES</b> .....	<b>10</b>
13.1. OCDE.....	10
13.2. Proxinvest .....	11
13.3. Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP) .....	11

## **1. Administration**

### **1.1. Cabinet du Premier ministre**

M. Nathanaël Mason-Schuler, conseiller technique financement de l'économie et investissements

### **1.2. Cabinet du ministre de l'économie, des finances et de la relance**

M. Emmanuel Monnet, directeur adjoint du cabinet

M<sup>me</sup> Juliette Oury, conseillère financement de l'économie

### **1.3. Assemblée nationale**

M. Alexandre Holroyd, député des français établis en Europe du Nord

## **2. Direction générale du Trésor (DG Trésor)**

M. Sébastien Raspiller, chef de service, service du financement de l'économie (SFE)

M. Yann Pouezat, sous-directeur du financement des entreprises et marché financier (SFE)

M. Pierre Chabrol, chef du bureau épargne et marché financier (FINENT1)

M<sup>me</sup> Davina El-Baze, adjointe chef du bureau épargne et marché financier (FINENT1)

M. Pierre-Emmanuel Beluche, chef du bureau finance durable, droit des sociétés, comptabilité et gouvernance des entreprises (FINENT3)

M<sup>me</sup> Charlotte Gardes, adjointe au chef du bureau finance durable, droit des sociétés, Comptabilité et Gouvernance des entreprises (FINENT3)

M<sup>me</sup>, Margaux Sauvaget, adjointe au chef du bureau finance durable, droit des sociétés, comptabilité et gouvernance des entreprises (FINENT3)

M. Pierre de Romanet, anciennement adjoint au chef de bureau marchés et produits d'assurance (ASSUR1), et présentement rapporteur au comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI)

M. Guillaume Flury, adjoint au chef du bureau des marchés et produits d'assurance (ASSUR 1)

## **3. Autorités de régulation**

### **3.1. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)**

M<sup>me</sup> Gabrielle Siry, cheffe de pôle finance verte, Brexit et gouvernance

M. Benjamin Bonnin, chef de pôle investissement responsable

M. Nicolas Carta, affaires européennes et internationales - direction du Contrôle des pratiques commerciales (DCPC)

### 3.2. Autorité des marchés financiers (AMF)

M. Benoît de Juvigny, secrétaire général

M. Philippe Sourlas, secrétaire général adjoint en charge de la gestion d'actifs

M<sup>me</sup> Claire Castanet, directrice des relations avec les épargnants, membre du COMEX

M<sup>me</sup> Julie Ansidei, responsable stratégie et finance durable

M. Bastien Rosspopoff, adjoint à la direction de la gestion d'actifs, division expertise juridique et gestion complexe

M. Léonard Pirollet, chargé de mission

M. Antoine Picot, chargé de mission régulation de la gestion d'actifs

### 3.3. Banque de France

M. Jean Boissinot, conseiller des gouverneurs

M<sup>me</sup> Bertille Delaveau, chef de la division finance durable, département de la stabilité financière

M. Morgan Despres, responsable du secrétariat de NGFS

M. Clément Bourgey, adjoint de la responsable du secrétariat de NGFS

## 4. Membres du comité du label ISR et du comité scientifique

### 4.1. Comité du label

M<sup>me</sup> Nicole Notat, présidente du comité du label

M<sup>me</sup> Anne de Lanversin, directrice générale Generali *Global Pension*,

M. Geoffroy de Vienne, conseiller du Président de la CFTC et président de l'association éthique et investissement

M. Guillaume Prache, directeur général de l'association *Better Finance*

M. Jean Philippe Liard, délégué fédéral à l'épargne salariale, épargne retraite, ISR au sein de la CFDT de la chimie et de l'énergie

M. Hervé Guez, directeur recherche investissement responsable et gestion sociale et solidaire, Mirova

M<sup>me</sup> Raphaële Leroy, responsable RSE et entrepreneuriat social du groupe BNP Paribas,

M. Eric Molinié, co-rédacteur du rapport interministériel sur le renforcement de la RSE, président de la Commission éthique et déontologie du groupe EDF,

M<sup>me</sup> Stéphanie Truquin, économiste à l'Institut national de la consommation (INC)

M. Thierry Bogaty, en charge de l'ESG – affaires publiques et plaidoyer

## 4.2. Conseil scientifique

M<sup>me</sup> Patricia Crifo, professeur à l'Université Paris-Nanterre et à l'École Polytechnique

M. Nicolas Mottis, professeur à l'École Polytechnique,

M<sup>me</sup> Diane-Laure Arjalies, professeur adjoint à *Ivey Business School*

M. Pierre Chollet, professeur à l'Université de Montpellier

## 5. Organismes de certification

### 5.1. EY France

M<sup>me</sup> Caroline Delérable, associée

M. Edward Luu, auditeur/consultant manager – finance durable

### 5.2. AFNOR Certification

M<sup>me</sup> Mélodie Merenda, responsable projets RSE et économie circulaire

### 5.3. COFRAC Certifications

M<sup>me</sup> Manuelle Lera, responsable d'accréditation

## 6. Sociétés de gestion

### 6.1. AG2R La mondiale

M. Philippe Brossard, directeur recherche, ISR et développement

M. Philippe Dutertre, directeur au sein de la direction des investissements et du financement

### 6.2. Axa IM

M<sup>me</sup> Clémence Humeau, responsable de l'investissement responsable

M<sup>me</sup> Dora Elamri, responsable affaires publiques groupe

### 6.3. Aviva

M. Serge Da Mariana, directeur des affaires publiques et du pilotage des filiales non-assurantielles

M. Philippe Taffin, directeur des investissements

#### 6.4. Amundi

M. Jean-Jacques Barberis, membre du comité exécutif, directeur du pôle clients, institutionnels et *corporates* et en charge de la supervision de la ligne métier ESG

M. Thierry Bogaty, en charge de l'ESG – affaires publiques et plaidoyer

M<sup>me</sup> Elodie Laugel, membre du comité exécutif, responsable de la ligne métier ESG, responsable du département *Institutional Business Development Support*

M<sup>me</sup> Caroline Le Meaux, responsable ESG, engagement et vote

M. Tegwen Le Berthe, responsable ESG méthodes, solutions et notations

M. Timothée Jaulin, responsable du développement ESG

M. Lionel Brafman, gérant actions, chef du département *Index & multi-strategies portfolios*

M. Alban de Fay, chef du département *Fixed income SRI and Green Bond Strategies*

M<sup>me</sup> Alice de Bazin, chef du département *Institutional Offering and Solutions*

M. Bertrand Pujol, chef de département *Partnerships and services, retail solutions*

M. Simon Janin, directeur affaires publiques

#### 6.5. Blackrock

M. Martin Parkes, *managing director*, affaires gouvernementales et politiques publiques mondiales

M<sup>me</sup> Laetitia Boucquey, directrice, affaires gouvernementales et politiques publiques mondiales

M<sup>me</sup> Ewa Jackson, directeur de la division finance durable

M. Ferdinand Kalfon, analyste

M<sup>me</sup> Aileen McCormack, directrice France et Belgique

M. Mustafa Sanel, directeur

#### 6.6. Blue Like an Orange Sustainable Capital

M. Bertrand Badré, fondateur, associé et directeur general

#### 6.7. BNP Paribas

M<sup>me</sup> Raphaèle Leroy, directrice de l'engagement d'entreprise

M<sup>me</sup> Béatrice Verger, directrice du développement et de la promotion ISR



### **6.8. Crédit Mutuel Asset Management**

M<sup>me</sup> Isabelle Delattre, Directrice pôle finance responsable et durable

M. Olivier Vaillant, directeur général

M. Gabriel Vincent, directeur des risques

M<sup>me</sup> Carole le Moaligou, directrice marketing

### **6.9. Ecofi Investissements**

M. Cesare Vitali, chef du département de recherche ESG et du développement de l'ISR

M. François Lett, directeur du développement éthique et solidaire

### **6.10. Groupama AM**

M<sup>me</sup> Marie-Pierre Peillon, directrice de la recherche et de la stratégie ESG

M<sup>me</sup> Aurelie de Barochez, responsable intégration ESG

M. Jean-Louis Autant, directeur de la RSE et de la prospective

### **6.11. Hottinguer**

M. Laurent Deydier, directeur général délégué

### **6.12. La banque postale asset management**

M<sup>me</sup> Adrienne Horel-Pagès, directeur engagement durable RSE & communication / membre du comité exécutif

Emmanuelle Mourey, présidente du directoire

### **6.13. La Française**

M. Laurent Jacquier Laforge, directeur de l'investissement responsable

M<sup>me</sup> Perrine Dutronc, analyste senior en l'investissement responsable

### **6.1. Mirova**

M. Philippe Zaouati, directeur général

M. Hervé Guez, *chief investment officer* actions et obligations

M. Ladislav Smia, responsable de la recherche

M<sup>me</sup> Mathilde Dufour, co-responsable de la recherche

M. Fabien Leonhardt, gérant de portefeuille

M<sup>me</sup> Suzanne Senellart, gérante de portefeuille

M. Marc Briand, gérant de portefeuille

## 6.2. Natixis

M<sup>me</sup> Karen Degouve, directrice du développement de l'investissement responsable

M<sup>me</sup> Julia Limongi, analyste senior au développement de l'investissement responsable

## 6.3. OFIAM

M. Eric Vanlabeck, directeur du pôle ISR

M<sup>me</sup> Juliette Visière, responsable produits

M. Jean-Marie Pean, analyste impact

## 7. Fournisseurs de données extrafinancières

### 7.1. Sustainalytics

M<sup>me</sup> Charline Meslé, manager, relations clients

M. Axel Pierron, directeur associé, relations clients

### 7.2. S&P Global

M. Bernard de Longevialle, directeur de l'investissement responsable

M<sup>me</sup> Lai ly, chef de section finance durable

M. David-Henry Doyle, directeur des affaires publiques

### 7.3. Qivalio

M. Emmanuel de la Ville, directeur général délégué

M. Philippe Tastevin, directeur général délégué

### 7.4. MSCI

M<sup>me</sup> Véronique Menou, responsable de la recherche sur les portefeuilles et les indices ESG

M<sup>me</sup> Marion de Marcillac, responsable produits

### 7.5. Beyond ratings

M<sup>me</sup> Valery Lucas Leclin, analyste sénior ISR

M. Julien Jardelot, responsable des relations gouvernementales et de la réglementation en Europe

## **8. Fédération d'acteurs financiers**

### **8.1. Association française de gestion (AFG)**

M. Dominique de Préneuf, directeur général

M<sup>me</sup> Laure Delahousse, directrice générale adjointe

M<sup>me</sup> Adeline de Queylar, directrice de la communication

M<sup>me</sup> Adina Gurau Audibert, directrice des gestions d'actifs de l'Association française de la gestion financière

M<sup>me</sup> Marie-Pierre Peillon, présidente de la commission finance durable

M<sup>me</sup> Charlotte Fremont, assistante département expertises

### **8.2. Association des sociétés de placements immobiliers (ASPIM)**

M<sup>me</sup> Véronique Donnadiou, déléguée général

M. Thierry Laquitaine, président et directeur ISR à AEW

### **8.3. Fédération française de l'assurance (FFA)**

M<sup>me</sup> Pauline Becquey-Helary, responsable développement durable

M<sup>me</sup> Christine Tarral, directeur des affaires publiques financières, prudentielles et comptables

M. Philippe Bernardi, directeur du pôle assurance

## **9. Associations de place spécialisées dans le domaine de la finance durable**

### **9.1. Finance for tomorrow (F4T)**

M. Thierry Déau, président de F4T, et fondateur, président-directeur général de Méridiam

M<sup>me</sup> Anne-Claire Roux, directrice générale

### **9.2. Eurosif**

M. Will Oulton, président, responsable de l'investissement

M. Victor Von Hoorn, directeur exécutif

### **9.3. The Investment Association (Grande-Bretagne)**

M<sup>me</sup> Jess Foulds, chargé de mission marchés des capitaux

M<sup>me</sup> Daryl Kennedy, chargé de mission durabilité et investissement responsable

#### **9.4. Forum per la finanza sostenibile (Italie)**

M<sup>me</sup> Federica Casarsa, responsable de la communication et des politiques publiques

M. Francesco Biciato, secrétaire général

#### **9.5. Forum pour l'investissement responsable (FIR)**

M. Alexis Masse, président du FIR et délégué stratégie GRDF

#### **9.6. Novethic**

M<sup>me</sup> Anne Catherine Husson-Traoré, directrice générale

#### **9.7. Association des investisseurs pour la croissance (France Invest)**

M. Alexis Dupont, directeur général

### **10. Organisation non-gouvernementales (ONG)**

#### **10.1. WWF**

M. Hugo Bluet, directeur de la finance verte

M. Jochen Krimphoff, directeur adjoint de la finance verte

#### **10.2. Finance Watch**

M. Thierry Philipponnat, directeur de la recherche et du plaidoyer

### **11. Autre labels de finance durable en France et en Europe**

#### **11.1. Greenfin**

M. Yann Kerhoas, spécialiste de la finance verte au ministère de la transition écologique et solidaire

#### **11.2. Finansol**

M<sup>me</sup> Isabelle Guénard-Malaussène, présidente du comité du label Finansol, présidente de *Finance@Impact*

M. Frédéric Tiberghien, président de Finansol

### **11.3. Towards Sustainability**

M. Tom Van den Berghe, consultant sénior en finance durable et en IT chez Febelfin  
M. Olivier Marquet, président du conseil d'administration de Towards Sustainability

### **11.4. Nordic Swan Ecolabel**

M<sup>me</sup> Karin Bergbom, Responsable des critères chez Nordic Ecolabelling  
M. Per Sandell, manager de l'équipe services financiers

### **11.5. FNG Siegel**

M. Roland Kölsch, directeur général de QNG

### **11.6. Umweltzeichen**

M. Stefan Sengelin, responsable de la finance durable au sein de l'initiative „croissance en transition“ du ministère de l'écologie autrichien  
M. Josef Behofsics, responsable produits financiers  
M. Andreas Tschulik, chef de service  
M<sup>me</sup> Angelika Schoegel, commissaire d'Etat  
M. Raphael Fink, membre de l'équipe chargée de l'écolabel dans le domaine des produits financiers

### **11.7. LuxFLAG**

M. Sachin Vankalas, directeur  
M. Lennart Duschinger, conseiller en matière de financement durable au ministère des finances  
M. Marguy Kohen, conseillère en matière de finance durable au ministère de du développement durable et des infrastructures

## **12. Administration de l'Union européenne**

### **12.1. Direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés de capitaux (DG FISMA)**

M<sup>me</sup> Cristina Vespro, chargé de mission

M<sup>me</sup> Anne Schaedle, chef adjoint de la direction de la gestion d'actifs

M. Emmanuel Buttin, responsable de politiques finance durable

### **12.2. Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)**

M<sup>me</sup> Rudite Lindemane-Sulpe, responsable de supervision

M<sup>me</sup> Dora Blanchet, chef d'équipe convergence

M<sup>me</sup> Magdalena Puzniak-Holford, chargé de mission de convergence

M. Jakub Michalik, chargé de mission sénior

M. Alessandro d'Eri, chargé de mission sénior

M. Chantal Sourlas, chargé de mission

M. Julien Mazzacurati, économiste sénior

M. Patrik Karlsson, chargé de mission

M. Antonio Barattelli, chef d'équipe pour la gestion des investissements

### **12.3. Centre de recherche commun (JRC)**

M. Vincent Kiefer, économiste Ecolabel

M. Antonios Konstantas, chargé de mission de l'équipe produits financiers de détail, au sein du directeur de la croissance et de l'innovation

M<sup>me</sup> Giorgia Faraca, conseillère scientifique de l'équipe produits financiers de détail, au sein du directeur de la croissance et de l'innovation

M. Nicholas Dodd, chercheur sénior de l'équipe produits financiers de détail, au sein du directeur de la croissance et de l'innovation

## **13. Autres**

### **13.1. OCDE**

M<sup>me</sup> Catriona Marshall, économiste au sein de la commission des marchés financiers

M. Robert Palatano, chef adjoint de la division Commission des marchés financiers

M<sup>me</sup> Géraldine Ang, économiste sénior en finance verte

M. Robert Youngman, chef d'équipe finance verte

M. Ricardo Boffo, consultant investissements ESG

M<sup>me</sup> Joganna Palmi, chargée des réseaux partenaires

## Annexe V

M<sup>me</sup> Nassera Belkhiter, experte sur le changement climatique

M<sup>me</sup> Mirelle Martini, analyste finance verte et membre du groupe d'experts techniques sur le financement durable de la Commission européenne

### 13.2. Proinvest

M. Alain Demarolle, président

M. Loic Dessaint, directeur général

### 13.3. Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP)

M. Laurent Galzy, directeur général

M<sup>me</sup> Pauline Lejay, responsable ISR





**PIÈCE JOINTE**

**Lettre de mission**



**MINISTÈRE  
DE L'ÉCONOMIE  
ET DES FINANCES**

*Liberté  
Égalité  
Fraternité*

**LE MINISTRE**

Paris, le 3 JUIL. 2020

Madame la Chef du service,

*Ch. Nat. Citoy.*

La finance responsable occupe désormais une place prépondérante en France et en Europe et son rôle est appelé à se renforcer. En effet, les épargnants souhaitent donner toujours plus de sens à leur épargne et les entreprises françaises et européennes prennent conscience de leur place incontournable dans le défi que représente la transformation de l'économie, en faveur d'une croissance plus durable.

Convaincue, dès la première heure, de l'importance de mobiliser l'ensemble des acteurs, la France a déployé une stratégie globale ambitieuse et développé des dispositifs opérationnels transversaux - article 173, labels GreenFin, Finansol, Investissement socialement responsable (ISR). Désormais, les acteurs financiers se sont largement saisis de ce thème comme en témoignent les différents engagements pris par le secteur financier français, notamment le 2 juillet 2019 en ce qui concerne l'arrêt progressif du financement du charbon.

La France a ainsi été précurseur avec la création de labels qui offrent aux épargnants des perspectives en cohérence avec des attentes plus fortes sur le plan éthique, social et environnemental. Cependant, les épargnants ne sont pas tous au fait de la diversité de ces produits financiers ; de même, les équipes en charge de la distribution de ces produits ne sont pas systématiquement formées à vendre ces nouveaux produits.

Si la France conserve son avance, plusieurs pays tels que le Luxembourg, la Belgique et les pays nordiques ont développé leur propre label en matière d'ISR. Au niveau européen enfin, le plan d'action pour la finance durable de la Commission européenne, pour lequel la France joue un rôle moteur, est en cours de finalisation ; il contribuera à structurer le paysage de la finance responsable européenne dans les prochaines années.

.../...

Madame Marie-Christine LEPETIT  
Chef du service de l'Inspection générale des finances  
139 rue de Bercy  
75012 Paris

Ces développements appellent à mes yeux une analyse approfondie du fonctionnement des labels d'épargne en matière d'ISR. J'ai donc décidé de confier à l'inspection générale des finances une mission de bilan et d'analyse prospective, qui nourrira la réflexion du gouvernement sur le renforcement des labels applicables aux produits d'épargne, notamment le label ISR, ainsi que sur la stratégie de développement de ces labels dans un contexte européen.

Vous dresserez un panorama des labels européens en matière d'investissement socialement responsable (FNG-Siegel, LuxFLAG ESG, Febelfin QS, Umweltzeichen, Nordic Swan Ecolabel, Luxflag Environment, LuxFLAG Climate Finance) en apportant un éclairage sur leurs atouts et leurs limites.

Vous dresserez ensuite un bilan global du label ISR à l'issue de ses quatre premières années de fonctionnement. Vous examinerez notamment la méthodologie, la gouvernance et le fonctionnement opérationnel du label ISR. Vous vous prononcerez sur les modalités de labellisation des fonds et sur l'appropriation par les acteurs financiers des exigences qui y sont associées, la place et le rôle de l'État dans le pilotage de ce dispositif.

Sur la base de ces constats et des meilleures pratiques identifiées au niveau international, vous formulerez toute recommandation utile permettant de renforcer le label, d'en conforter la légitimité au sein de la place financière et d'en assurer le développement et la pérennité. Vous examinerez les modalités qui permettraient d'assurer une meilleure promotion et une meilleure visibilité du label auprès des épargnants.

Vous vous prononcerez sur l'opportunité du développement d'un label européen en matière d'investissement socialement responsable, qui apporterait les meilleures garanties de fiabilité et de lisibilité pour les épargnants, et sur l'articulation possible d'un label européen avec les labels nationaux.

Pour la conduite de vos travaux, vous consulterez l'ensemble des parties prenantes du label ISR, ainsi que les autorités de régulation compétentes. Vous associerez notamment étroitement les membres du comité du label. Vous recevrez l'appui des services placés sous mon autorité, notamment la direction générale du Trésor. Le rapport issu de ces travaux devra nous être remis pour le 15 octobre 2020.

Je vous prie de croire, Madame la Chef du service, à l'assurance de mes sentiments les meilleurs.

*Bien au revoir,*



Bruno LE MAIRE