

Le label ISR, un outil en évolution pour aider les investisseurs et les épargnants à participer à la finance durable

Par Michèle PAPPALARDO

Présidente du comité du label ISR et présidente de la Fondation de l'Université Gustave Eiffel

Le label ISR, créé en 2016 par le ministère des Finances, est destiné à encourager les gestionnaires de fonds à adopter des démarches de finance durable et à assurer les investisseurs et les épargnants de la réalité de celles-ci. À l'origine ambitieux, il a séduit de plus en plus de fonds, mais il a été progressivement dépassé par les progrès de la finance durable, ce qui a affaibli la confiance des utilisateurs. La refonte du référentiel adoptée fin 2023 vise donc à renforcer l'exigence du label pour lui redonner toute sa crédibilité. Désormais, les 1 200 fonds environ labellisés au 1er janvier 2024 doivent évoluer pour s'adapter à cette modification, ce qui nécessite un effort important de la part des sociétés de gestion et conduira probablement à l'abandon du label pour certaines d'entre elles. Mais c'est le prix de la crédibilité !

Un label pionnier à sa création

L'Accord de Paris à l'origine de la création du label ISR

L'article 2 de l'Accord de Paris, signé à l'issue de la COP21 en 2015, précise que, pour « renforcer la riposte mondiale à la menace des changements climatiques », il faut notamment rendre « les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques ». Bien entendu, certains acteurs de la finance avaient commencé à prendre des initiatives en ce sens mais, à partir de 2015, les initiatives ont commencé à se multiplier dans un contexte peu normé laissant beaucoup de marge de manœuvre à la créativité mais aussi à la facilité. Il est donc apparu nécessaire d'encadrer les bonnes pratiques, à la fois pour servir de guide aux acteurs qui voulaient participer « sérieusement » à cette nouvelle finance et pour faciliter les choix des investisseurs en les orientant vers les produits relevant effectivement de cette nouvelle finance durable.



■ ■ RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Figure 1 : Logo du label ISR
(Source : ministère chargé des Finances).

Un label généraliste sous la tutelle de Bercy

C'est dans ce cadre que le label ISR a été imaginé et porté par le ministère chargé des Finances tandis que le ministère chargé de l'Écologie créait le label Greenfin, fin 2015. Ces deux labels français de finance durable, créés à la même période, poursuivent toutefois des objectifs différents. Si le label Greenfin garantit la qualité consacrée à la protection de l'environnement, le label ISR vise un objectif plus large et cherche à identifier les supports d'épargne qui ont une démarche ESG, c'est-à-dire qui intègrent dans leur gestion des principes environnementaux, certes, mais aussi sociaux et de gouvernance. C'est un label généraliste, visant initialement essentiellement les valeurs mobilières cotées, et non un label « vert » ; il doit permettre d'identifier des placements financiers qui visent à concilier performance économique et efficacité sociale ou environnementale, en finançant des entreprises qui contribuent au développement durable dans tous les secteurs d'activités. L'intérêt du label ISR est de préciser, dans un référentiel, la manière dont les fonds doivent être gérés pour atteindre cet objectif, avec suffisamment de précisions pour que l'on puisse vérifier et attester le fait que la gestion du fonds est conforme aux règles énoncées dans le référentiel.

En ce qui concerne le label ISR, si la validation du référentiel relève de la responsabilité du ministère chargé des Finances qui assure la tutelle du label, ce dernier prend ses décisions sur la base des avis et des recommandations d'un comité, lui-même nommé par le ministre chargé des Finances. Ce comité du label ISR est notamment chargé de faire des propositions d'évolution ou d'interprétation du référentiel du label et de sa mise en œuvre. L'attribution du label aux fonds

candidats et les contrôles ultérieurs sont, quant à eux, effectués par des organismes d'audit externes : l'Afnor, EY France et Deloitte.

Transparence et process au cœur du référentiel du label

En 2015-2016, lorsque le travail d'élaboration du référentiel du label ISR a été lancé, un certain nombre de concepts de la finance durable étaient encore balbutiants. Le référentiel d'origine, adopté en 2016 visait donc à accompagner les sociétés de fonds motivées en précisant les règles de gestion et de transparence à mettre en œuvre pour concevoir un fonds d'investissement socialement responsable. Par conséquent, ce premier référentiel était plutôt un « référentiel de process » qui correspondait à l'état du secteur financier ; il visait notamment à obliger les sociétés de gestion à définir leur stratégie ESG pour chaque fonds labellisé ISR et à la faire connaître, afin que l'on puisse vérifier que les méthodes utilisées pour la gestion du fonds correspondent bien à son objectif stratégique.

La nécessité d'une refonte ambitieuse

Un label apprécié mais critiqué

Le label ISR pour les valeurs mobilières s'est largement diffusé, au fur et à mesure que les sociétés de gestion se sont organisées pour répondre aux critères du label et que la demande de fonds ISR s'est renforcée, notamment grâce à des obligations d'utilisation dans les assurances-vie et les plans épargne retraite à partir de 2020, prévues dans la loi PACTE (2019).

Le graphique ci-dessous (Figure 2) montre la progression du nombre de fonds valeurs mobilières labellisés, qui atteint plus de 1 300 fonds à fin avril 2024, pour une capitalisation d'environ 800 milliards d'euros.

Progressivement d'autres labels de finance durable ont été mis en place chez nos voisins européens, en général plus exigeants et, par conséquent, avec moins de fonds labellisés. Des critiques ont donc commencé à s'élever, considérant que le label ISR jouait, certes, un rôle pédagogique auprès des acteurs financiers, des épargnants et des investisseurs, mais qu'il mettait trop l'accent sur les méthodes et la procédure, et pas assez sur les résultats atteints par les fonds en matière de durabilité ; il y avait dès lors un risque d'écoblanchiment.

Cette contestation a conduit le ministre chargé des Finances à demander, en 2020, un bilan et une analyse prospective à l'Inspection générale des Finances qui a rendu le 8 décembre 2020¹ un rapport sans concession sur le label ISR. Selon elle, il était menacé de disparition à moins d'évolutions radicales de sa gouvernance et de son référentiel. L'IGF indiquait notamment que « le label ISR fait à l'épargnant une promesse confuse », situation qui « 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 ». Elle recommandait « de rehausser le niveau d'exigence du label », de bien l'articuler avec les réglementations européennes en matière de produits durables et d'ajouter des « exclusions normatives et sectorielles, indispensables pour garantir la crédibilité du label aux yeux de l'épargnant ».

Une nouvelle gouvernance

À la suite de ce rapport, la réforme du label ISR a été lancée le 25 mars 2021 par Bruno Le Maire et Olivia Grégoire. Les premières décisions ont visé à faire évoluer, comme le souhaitait également l'IGF, la gouvernance du label, en modifiant les méthodes de travail et les moyens du comité du label, en le dotant

¹ Inspection générale des Finances (2020), « Bilan et perspectives du label ISR », n°2020-M-038-03, décembre 2020.

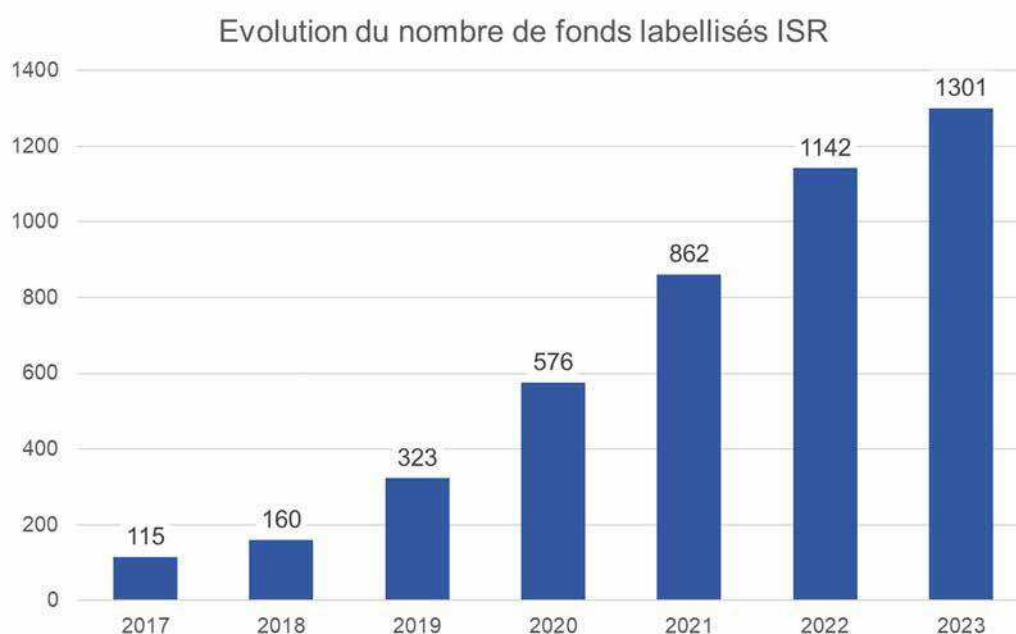


Figure 2 : Évolution du nombre de fonds labellisés ISR (Source : comité du label ISR).



Figure 3 : Calendrier de la constitution du nouveau référentiel (Source : comité du label ISR).

notamment d'un secrétariat, mais aussi en faisant évoluer sa composition. Celle-ci a été profondément renouvelée, en laissant moins de place aux représentants des sociétés de gestion et en diversifiant au contraire l'origine des treize membres, nommés *intuitu personae*, pour leurs expériences et compétences.

Le nouveau comité, animé du souci d'entendre toutes les parties prenantes et de travailler dans la plus grande transparence, a procédé en deux temps. Il a d'abord précisé les orientations d'évolution du référentiel sur lesquelles il proposait, dans un second temps, d'élaborer le nouveau référentiel. Chacune de ces deux étapes, en 2022 puis en 2023, a donné lieu à une consultation publique.

Cette méthode a permis une appropriation collective progressive des changements profonds apportés au référentiel et a probablement facilité l'acceptation de la version refondue. Le comité a travaillé pendant environ dix-huit mois avant de proposer, en juillet 2023, ses recommandations définitives au ministre, qui a pris l'arrêté de publication du nouveau référentiel² le 12 décembre 2023.

Un référentiel beaucoup plus exigeant

L'objectif de la refonte du référentiel ISR pour les valeurs mobilières est de proposer un label plus exigeant pour les gestionnaires de fonds, plus lisible pour les épargnants et plus efficace pour le financement d'un modèle plus durable. Pour atteindre ce but, trois axes majeurs d'évolution du référentiel ont été retenus :

1. La réaffirmation du caractère généraliste du label mais avec une sélectivité renforcée : le taux de sélectivité des entreprises les moins bien notées par rapport à l'univers initial d'investissement des fonds passe de 20 à 30 %, sachant que la notation des entreprises doit

assurer un minimum d'équilibre entre les trois domaines E, S et G. En outre, à la différence du référentiel précédent, des exclusions sont prévues dans les domaines environnementaux, sociaux et de gouvernance. Enfin, les dispositions concernant la gestion des controverses, la politique d'engagement actionnarial et de vote sont plus précises et contraignantes.

2. L'exigence systématique de double matérialité dans la gestion des fonds labellisés : en cohérence avec les réglementations européennes et afin de s'assurer que l'incidence des investissements sur l'environnement, le domaine social et la gouvernance soit bien analysée par les fonds labellisés, ces derniers doivent prendre en compte les principales incidences négatives (PIN), telles que définies par le règlement européen SFDR³ ; cela implique une analyse par les fonds de l'ensemble des effets négatifs potentiels de chaque émetteur de leur portefeuille dans les domaines E, S et G.

3. L'intégration d'une politique climat dans la gestion de tous les fonds labellisés. Même pour un label généraliste, l'urgence climatique rend nécessaire un traitement particulièrement exigeant des fonds labellisés au regard de leurs conséquences sur le climat. C'est pourquoi un cadre d'exclusion spécifique est mis en place pour les activités liées au charbon, à l'exploitation d'énergies fossiles non conventionnelles, à l'ensemble des nouveaux projets d'exploration, d'exploitation et de raffinage d'énergies fossiles (conventionnels et non conventionnels), ainsi qu'aux activités de production d'électricité trop fortement émettrices de gaz à effet de serre. Par ailleurs, les fonds labellisés devront analyser les plans de transition de l'ensemble des entreprises en portefeuille ; les entreprises ayant un fort impact climatique devront progressivement s'engager dans une trajectoire de transition alignée avec l'Accord de Paris.

² <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/ff2f6ef4-9470-4aab-8ea0-eb17eea5cff5/files/2e4cfebf-9295-45c6-a8b2-77fe11af904b> et parution en mars 2024 pour mise en œuvre immédiate d'un référentiel de 55 pages ; les critères d'exclusion figurent en pages 47 et 48 : <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/ff2f6ef4-9470-4aab-8ea0-eb17eea5cff5/files/2e4cfebf-9295-45c6-a8b2-77fe11af904b>

³ Sustainable Finance Disclosure Regulation règlement (UE) 2019/2088 du 27 novembre 2019.

Les défis à venir

Une mise en œuvre progressive

Le nouveau référentiel est entré en application le 1^{er} mars 2024 pour les nouveaux fonds candidats. Plusieurs sont en cours de certification.

Quant aux fonds déjà labellisés avec la version précédente du référentiel, ils bénéficient d'une période de transition jusqu'au 1^{er} janvier 2025 pour leur mise en conformité avec le nouveau référentiel. Ainsi, à partir de cette date, l'ensemble des fonds seront progressivement audités selon la nouvelle version du référentiel.

Cette période d'adaptation est nécessaire, parce que le changement de référentiel pour les fonds déjà labellisés nécessite de nombreux aménagements pour les gestionnaires des fonds.

Les sociétés de gestion sous pression

L'avenir du label est maintenant entre les mains des sociétés de gestion. C'est à elles de décider si elles souhaitent ou non continuer à proposer à leurs clients des fonds labellisés, ce qui va nécessiter de leur part, en règle générale, un approfondissement de leur démarche ESG. C'est un choix important, qui va leur demander un travail non négligeable pour appliquer les nouvelles exigences du label.

Les commentateurs s'inquiètent souvent des conséquences des exclusions sur l'évolution du nombre de fonds labellisés, mais cet aspect de la refonte n'est pas celui qui est le plus perturbateur pour les fonds. En effet, la plupart des exclusions sociales et de gouvernance sont souvent déjà appliquées par les fonds. Quant aux exclusions environnementales, qui portent essentiellement sur les énergies fossiles, elles vont concerner environ 45 % des fonds, mais pour des montants qui sont en règle générale relativement faibles, puisqu'au total moins d'1 % de la capitalisation des fonds concerne des entreprises actives dans le secteur des énergies fossiles. Le nombre de fonds qui sera sensiblement affecté par ces exclusions est donc limité. Par ailleurs, s'aligner sur les exclusions du nouveau référentiel n'est pas une évolution complexe à mettre en œuvre.

Au contraire, beaucoup de nouvelles dispositions du label vont demander aux sociétés de gestion un effort important de modification de certaines de leurs méthodes. C'est le cas notamment des obligations nécessitant :

- de définir de manière très stricte leur univers d'investissement initial ;
- de veiller à ce que les pondérations des domaines E, S et G soient d'au moins 20 % chacune dans la notation des entreprises du portefeuille, ou d'expliquer pourquoi ce n'est pas possible ;
- d'avoir des politiques de gestion des controverses et d'engagement actionnarial structurées et transparentes ;

- de voter dans 90 % des AG des sociétés françaises et dans 70 % des AG des autres sociétés, à partir de 2026 ;
- de mesurer les principales incidences négatives des entreprises de leur portefeuille ;
- d'analyser les plans de transition des entreprises de leur portefeuille.

Selon la taille des fonds et celle des sociétés de gestion, ces nouvelles obligations vont être plus ou moins facile à mettre en œuvre et à supporter, y compris en termes de coût. Elles vont également nécessiter des évolutions dans les entreprises qui seront sollicitées par les gestionnaires des fonds dans lesquels elles sont présentes. Ces évolutions accompagnent celles créées par les textes européens, notamment la CSRD⁴ et, pour les plus grandes, la CS3D⁵ ; elles leur donnent plus de force et en renforcent l'urgence ainsi que l'attention qui y est portée, ce qui est bien normal pour un label mais peut faire reculer certains gestionnaires, d'autant que les textes européens sont un peu moins ambitieux que prévus initialement.

Il n'est donc pas possible de dire aujourd'hui combien de fonds choisiront de se mettre dès 2025 en situation d'appliquer le nouveau référentiel, certaines sociétés de gestion pouvant décider de ne pas renouveler la labellisation de tout ou partie de leurs fonds ou de ne le faire que progressivement au cours des prochaines années.

De nouveaux chantiers pour le comité du label ISR

L'adoption par le ministre des propositions du comité du label ouvre une nouvelle page pour l'action de ce dernier, qui a aussi la responsabilité de faire la promotion du label ISR et de son évolution, auprès de toutes les parties prenantes intéressées.

Cela commence par les sociétés de gestion avec lesquelles le comité et son secrétariat s'efforcent de mener des actions d'explication du nouveau référentiel, notamment à l'aide de webinaires mais aussi de multiples échanges formels et informels. Parallèlement, il est nécessaire de mener des actions pédagogiques auprès des professionnels, notamment des conseillers financiers qui vont devoir accompagner les investisseurs et les épargnants dans leurs propres démarches ESG. Enfin dès la fin de l'année 2024, le comité reprendra des actions de communication dans les médias grand public, afin d'expliquer les évolutions du label et de renforcer la confiance des investisseurs et des épargnants, puisqu'à partir du début de 2025, ils vont pouvoir investir dans de nombreux fonds labellisés qui appliqueront le nouveau référentiel.

Par ailleurs, après ces deux années passées à travailler sur le label ISR des valeurs mobilières, le comité

⁴ Corporate Sustainability Reporting Directive, directive (EU) 2022/2464 du 14 décembre 2022

⁵ Corporate Sustainability Due Diligence Directive, non encore publiée.

a commencé à travailler sur le label applicable à d'autres catégories d'actifs :

- Le label ISR Immobilier, qui présente de nombreuses spécificités adaptées à cette catégorie d'actifs, a été créé en 2020 ; quatre ans plus tard, plus d'une centaine de fonds sont labellisés et les premiers renouvellements de labellisation sont en cours. Il est donc temps de tirer parti des enseignements de ces premières années de fonctionnement pour faire évoluer le référentiel dans le même esprit que celui qui a guidé la refonte du label des valeurs mobilières : exigence, lisibilité, confiance.
- Le label des valeurs mobilières, fondé sur des démarches *best in class* ou de meilleure moyenne, s'applique essentiellement aux valeurs cotées. Or de nombreux fonds de capital investissement ont des démarches ESG, parfois même très sophistiquées.

Le ministre chargé des Finances a donc demandé au comité du label de travailler sur un possible label ISR adapté aux valeurs non cotées et les réflexions viennent de commencer.

Conclusion

Les progrès de la finance durable en France et en Europe passent par la confiance des investisseurs et des épargnants dans les produits qui s'en réclament. Dans ce cadre, le label ISR a un rôle primordial à jouer et c'est bien pour le renforcer que des changements majeurs ont eu lieu depuis octobre 2021. Ces efforts doivent se poursuivre pour que l'ensemble de la place financière française continue à jouer un rôle majeur dans le développement d'une finance durable au service de la transition juste.