

MAI 2023

# Réponse de l'AFG à la consultation sur la refonte du label ISR



**AFG**



L'AFG fédère les professionnels de la gestion d'actifs depuis 60 ans, au service des acteurs de l'épargne et de l'économie. Elle est la voix collective de ses membres, les sociétés de gestion de portefeuille, entrepreneuriales ou filiales de groupes bancaires ou d'assurance, français et étrangers. En France, la gestion d'actifs c'est 700 sociétés de gestion, pour 4 600 Mds € d'actifs sous gestion et 85 000 emplois dont 26 000 propres aux SGP.

L'AFG se mobilise pour la gestion d'actifs et sa croissance. Elle définit des positions communes, qu'elle porte et défend auprès des pouvoirs publics, contribue à l'émergence de solutions bénéfiques à tous les acteurs de son écosystème et s'engage dans l'intérêt de tous à favoriser le rayonnement de l'industrie, en France en Europe et au-delà. Elle s'investit pour l'avenir.

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## COMMENTAIRES GENERAUX

**L'AFG partage la vision d'une refonte ambitieuse et innovante du Label ISR. Sept ans après sa création, il est nécessaire d'intégrer les nombreuses évolutions réglementaires, européennes et françaises, ainsi que les innovations techniques qui ont permis l'émergence de nouvelles stratégies ESG répondant aux attentes des épargnants. Il est également important d'adapter l'exigence du label à l'évolution de l'écosystème ESG avec, par exemple, davantage de données ESG disponibles aujourd'hui même si leur qualité reste très imparfaite et inégale.**

**Toutefois, l'empilement des nouvelles contraintes proposées dénaturerait totalement le Label ISR, qui perdrait sa nature généraliste ESG, et rendrait impossible la gestion de fonds dans l'intérêt des clients finaux. En effet, si on peut comprendre chacune des mesures prises individuellement, le cumul des exclusions, des exigences sur les plans de transition et la pondération minimale de 20% de chaque pilier ESG reviendrait à restreindre l'univers d'investissement à tel point que les fonds deviendraient techniquement ingérables. Une proportion significative des grandes valeurs françaises risque d'être inéligible.**

Par ailleurs **l'AFG regrette que la consultation ne soit pas l'occasion de mettre en cohérence les labels français en les regroupant sous une même bannière « Finance Durable »** : un socle commun et des spécificités par classes d'actifs ou stratégie. Ce regroupement permettrait d'assurer un niveau d'exigence minimal à l'ensemble des produits labélisés ainsi qu'une meilleure lisibilité pour les investisseurs, notamment pour le Plan d'Epargne Avenir Climat du projet de loi Industrie Verte.

**La consultation comporte aussi de nombreuses avancées. Par exemple, l'AFG voit positivement l'adaptation du label à certaines stratégies** (i.e. certains fonds thématique). Toutefois les propositions ne vont pas assez loin car elles ne couvrent pas certaines approches peu compatibles avec la logique de sélectivité du label ISR : stratégies d'impact, fonds de dette ou capital investissement. Les évolutions du référentiel devraient aussi permettre expressément l'adaptation aux différentes classes d'actifs comme le crédit, le souverain et les fonds de fonds.

**L'AFG est favorable aux propositions qui renforcent le lien avec la réglementation européenne**, notamment la prise en compte des PAI.

**Nous soutenons également la proposition d'intégrer dans le référentiel les entreprises en transition** afin de leur apporter les financements nécessaires à leur transformation. Enfin, nous sommes favorables au renforcement du suivi des deux indicateurs de durabilité et au **principe d'un socle d'exclusions, à condition de bien les calibrer pour ne pas exclure des pans entiers de notre économie, notamment le secteur énergétique dans sa quasi-intégralité**. Une étude d'impact de la refonte du label est donc indispensable. Cette étude doit également porter sur le périmètre du label en termes de stratégies éligibles

Dans tous les cas, le Comité du label devrait effectuer une étude d'impact en considérant l'ensemble des propositions aussi bien sur le périmètre des fonds existants (avec l'aide des certificateurs par exemple) et sur les émetteurs en portefeuille. **Certains aspects des modifications ne sont pas compatibles avec la gestion passive et cadrent difficilement pour la gestion active diversifiée**. En effet, l'addition des nouvelles contraintes d'exclusions (directes et indirectes) ainsi que les obligations renforcées d'engagement auprès des émetteurs sont incompatibles avec une gestion passive et une gestion diversifiée d'une part et impliquerait un nombre de ressources très importantes dans le cas d'univers larges. **Ces multiples contraintes pourraient induire la délabélisation de nombreux produits et d'une part mettre à mal les stratégies de distribution d'un grand nombre d'acteurs qui reposerait sur des gammes 100%**

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

**ISR et d'autre part diminuer fortement la palette des fonds éligibles au titre du Plan d'Epargne Avenir Climat (PEACE) favorisant et confortant l'essor d'une industrie verte.**

L'AFG est fermement opposée aux références qui sont faites aux organisations tierces et s'interroge sur l'origine de ces propositions, à l'encontre de la pratique des textes sectoriels qui n'imposent pas le recours en externe sachant que c'est la SGP qui a la fiducie de ses porteurs et qu'elle agit dans leur meilleur intérêt.

Enfin, il serait intéressant et utile que le Comité du label publie une feuille de route et un calendrier des futurs travaux prévus pour le référentiel.

## PRINCIPALES REMARQUES DE L'AFG

En préambule de nos commentaires précis sur l'ensemble du référentiel, l'AFG **souhaite attirer en priorité l'attention du Comité du label sur les éléments listés ci-après.**

Le cumul de contraintes pourrait amener à exclure des pans entiers de types de gestions, ce qui pourrait entraîner une trop forte délabélisation avec un choix restreint de types de gestions ISR pour les investisseurs. L'ensemble des éléments ci-dessous est d'importance critique pour nos membres :

- Les contraintes relatives à la **construction de l'univers d'investissement** initial sont disproportionnées, difficiles à mettre en œuvre et viendraient restreindre la capacité de gestion des acteurs. Ce commentaire est d'autant plus important que cette restriction est couplée avec l'augmentation du taux de sélectivité.
- **La liste des exclusions imposées couplée à l'exclusion systématique des émetteurs à fort enjeux climatiques** lorsque le plan n'est pas considéré comme robuste ne permet pas d'accompagner autant que souhaité et de manière efficace les entreprises dans leur transition.
- **L'imposition d'un poids minimum de 20% par pilier E, S et G** sans prise en compte des matrices de matérialité des acteurs semble arbitraire tout en ayant des effets non souhaités tel que l'exclusion de la gestion indicielle. Cette contrainte est d'autant plus problématique pour les sociétés de gestion qui auraient recours à des prestataires externes (notation ESG notamment). Le label, ne peut pas imposer des méthodologies aux fournisseurs de données. Les sociétés de gestion doivent évidemment considérer les trois piliers sans imposer un seuil minimum et par ailleurs, l'équilibre des considérations des piliers E, S et G est déjà assuré par la considération des PAI.
- La mise en place d'un **engagement axé sur le quantitatif dans de nombreux cas** (plans de transition, controverses, 30% des moins bien notés dans l'approche en amélioration de note, lorsque l'émetteur ne publie pas un ou plusieurs indicateurs de performance) n'est pas une bonne manière de mettre en place un engagement efficient.
- **La suppression de la possibilité d'utiliser la méthodologie de calcul en nombre des émetteurs** aura un impact notamment, sur les gestions passives, actives diversifiées, actions à univers large et obligataires et défavorisera les petites capitalisations. Les deux approches (en sélection et en amélioration) devraient avoir le même traitement des exclusions.

**L'AFG précise que l'ensemble de ses remarques vaut également pour la partie du référentiel portant sur les mandats.**

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## MODALITES DE TRANSITION ET CALENDRIER D'APPLICATION

L'AFG estime que les modalités de transition et le calendrier d'application devrait s'apprécier sur la base de la version finalisée et validée du référentiel. A la lecture de ce projet de référentiel, l'addition des nouvelles contraintes pourraient rendre une application en 3 mois difficile pour les sociétés de gestion et leur écosystème (incluant les certificateurs, les dépositaires, le dépôt de prospectus à l'AMF, les délais supplémentaires pour les SICAV du fait de leur gouvernance etc). Aussi, **l'AFG estime qu'un délai de 6 mois minimum devrait être octroyé aux sociétés de gestion entre la date de publication du nouveau référentiel et son entrée en application.**

### **Proposition de modification de rédaction :**

Le comité du label propose que la nouvelle version V3 du référentiel du label entre en application ~~quelques 6 mois (3 à 4 mois)~~ après sa date de publication finale.

## Modalités de transition pour les fonds candidats à une première labellisation

Imposer une période de suspension des labellisations de 4 mois peut avoir un impact non négligeable pour les sociétés de gestion qui seraient déjà engagées dans un processus de labellisation initiale. Aussi, l'AFG estime que **cette période de suspension ne devrait être mise en place qu'un mois avant l'entrée en application du référentiel.**

### **Proposition de modification de rédaction :**

Les ~~nouvelles~~ labellisations seront suspendues ~~entre la date de publication et la~~ un mois avant la date d'entrée en application du référentiel V3. Durant cette période, les demandes d'éligibilité pourront être effectuées, mais les audits ne pourront pas être réalisés avant la date d'entrée en application du référentiel V3.

## Modalités de transition pour les fonds déjà labellisés

L'AFG est **favorable à une période de transition de minimum 1 an** pour les fonds déjà labellisés. Néanmoins, cette période de transition devrait commencer à courir à partir de la date d'entrée en application du nouveau référentiel et pas à partir de la date de publication du référentiel.

### **Proposition de modification de rédaction :**

Le principe retenu est celui d'une période de transition de 1 an à compter de la date ~~de publication~~ d'entrée en application.

## PILIER I – OBJECTIFS RECHERCHES PAR LE FONDS AU TRAVERS DE LA PRISE EN COMPTE DES CRITERES ESG POUR LES EMETTEURS

### Principe de double matérialité : risque de durabilité et PAI (1. b.i) et ii)

**L'AFG soutient l'introduction d'une nouvelle exigence sur la double matérialité qui se base sur les textes européens existants**, à savoir SFDR. Il est indispensable que les fonds recevant le label ISR prennent en compte les risques ESG et les principales incidences négatives (PAI).

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

**En l'attente de l'entrée en application de la CSRD** (à noter qu'au vu des discussions en cours au niveau européen sur le sujet, il n'est pas certain que cette entrée en application permette de remédier à la problématique de la disponibilité de la donnée), **le taux de couverture des PAI est à ce stade encore très faible**. En effet, en l'état des textes réglementaires, les entreprises n'ont aucune obligation de publier une telle information. Pour faire face à ces problématiques de disponibilité des données, le référentiel du label devrait permettre de fonctionner dans les mêmes conditions que pour l'application des règles européennes en accord avec son autorité nationale.

Par ailleurs, il est important de rappeler que SFDR ne précise pas la manière dont les PAI doivent être pris en compte. Cette considération peut donc ainsi se faire de façon quantitative et/ou qualitative. Aussi, **le Comité du Label ne doit pas demander une quantification de l'ensemble des PAI**.

## **Proposition de modification de rédaction :**

### **Exigences du référentiel :**

ii. qu'il prend en compte l'effet de ses investissements sur les critères E, S et G. A ce titre, **lorsque la donnée est disponible**, il démontre la prise en compte des principales incidences négatives en matière de durabilité, au sens de l'article 7, paragraphe 1, point a) du règlement européen (UE) 2019/2088. Dans ce cadre, lorsque les informations visées à l'article 11, paragraphe 2 de ce même règlement comprennent une quantification des principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité, ces informations se fondent sur les dispositions des normes techniques de réglementation adoptées en vertu de l'article 4, paragraphes 6 et 7. **Sinon, la société de gestion explique à l'aide d'éléments quantitatifs et/ou qualitatifs comment les principales incidences négatives ont été prises en considération.**

## **Indicateurs de durabilité/de surperformance (1. c) et annexe 4)**

**L'AFG est favorable à certains aspects concernant les propositions du label s'agissant des indicateurs de surperformance.** Plus précisément, l'AFG est en ligne avec :

- La proposition de conserver deux indicateurs de durabilité ;
- La nécessité de cohérence entre un (ou plus) des indicateurs choisis et l'objectif ESG du fonds.

L'AFG estime toutefois que l'économie du dispositif est trop contraignante du fait de :

- L'obligation de se lier aux PAI pour les 2 indicateurs ;
- L'obligation de cohérence avec l'objectif ESG du fonds pour les deux indicateurs ;
- Le cumul de ces deux obligations (cela aboutit à un ensemble de 4 contraintes additionnelles fortes non nécessaires).

La cohérence de l'indicateur avec l'objectif ESG du fonds est une contrainte lourde en termes de gestion et de disponibilité de données sur l'objectif du fonds. Il ne faudrait pas que cette contrainte oblige par exemple, du fait de l'indisponibilité de données sur deux indicateurs pertinents, à laisser de côté des objectifs de gestion pertinents et utiles. Un seul indicateur cohérent avec l'objectif ESG du fonds est largement suffisant.

Plus en détail, **sélectionner les indicateurs uniquement parmi les PAI peut entraîner des conséquences non souhaitées et non négligeables sur la gestion des fonds**. D'une part, cela restreint les thématiques abordées par le fonds, en effet, les PAI ne couvrent pas toutes les

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

thématiques (exemple d'un fonds qui porterait sur la santé). D'autre part, cela limite la capacité d'innovation des sociétés de gestion qui pourraient avoir des indicateurs plus précis et travaillés comparativement à ceux de SFDR qui deviendront avec le temps plus « standard ». Par ailleurs, il est important de rappeler que les PAI sont par nature des indicateurs qui illustrent l'impact négatif. Les stratégies d'investissement ciblant les impacts positifs (i.e. ciblant des produits/solutions ou services durables) devraient pouvoir choisir des indicateurs démontrant cette contribution positive.

Enfin, comme déjà rappelé précédemment, la disponibilité de la donnée sur ces PAI est encore parcellaire. Aussi, pour toutes ces raisons et de manière pragmatique, **l'AFG estime que le référentiel ne devrait imposer la sélection parmi les PAI que pour un des deux indicateurs de surperformance**. Bien évidemment, les sociétés de gestion seront toutefois libres de choisir, si elles le souhaitent, les deux indicateurs de durabilité parmi les PAI.

Par ailleurs, **l'AFG voit favorablement la mise en place d'un calendrier progressif en ce qui concerne le taux de couverture des indicateurs de surperformance** (cf. Annexe 4 du référentiel) dans la mesure où les PAI sont encore peu couverts (cf. point déjà évoqué ci-dessus). Néanmoins, le calendrier indiqué dans l'annexe n'est pas aligné avec le calendrier de la CSRD. En effet, il est demandé une couverture d'au moins 70% avant la fin 2024, alors même que les émetteurs ne publieront leur reporting qu'à partir de 2025.

**Ce calendrier, va se révéler toutefois très difficile** à respecter et avoir un impact sur la couverture de l'information :

- En cas de décalage ou allègement de la CSRD (discussions en cours au niveau de la CE) ;
- Pour certaines classes d'actifs moins traditionnelles (univers émergents ou entreprises qui ne seraient pas dans le champ de la CSRD).

L'AFG milite pour une solution plus pragmatique :

- En décalant d'un an par rapport au calendrier CSRD, ou
- En maintenant les taux à 70%, avec plus dès que possible (mais sans obligation et une clause de revoyure) et
- Dans tous les cas, en permettant des seuils plus bas pour des classes d'actifs/géographies spécifiques, comme dans la doctrine AMF 2020-03.

**En tout état de cause, le référentiel doit se caler de manière expresse sur les évolutions de la CSRD au niveau européen (tant en termes de calendrier que de champ d'application).**

**Par ailleurs, l'AFG ne comprend pas la référence aux organisations tierces externes et propose de supprimer ce premier paragraphe de l'Annexe 4.**

## **Demandes de précisions :**

Les éléments suivants méritent d'être précisés :

- Chaque fonds doit-il déterminer un objectif ESG ? Le cas échéant, cet objectif doit être précisé dans le prospectus du fonds.
- Toutefois, le label ISR étant un label généraliste, certains fonds n'ont pas forcément de caractéristiques spécifiques. Dans ce cas, l'AFG propose de sélectionner par exemple des indicateurs en lien avec les enjeux clefs ESG de la société de gestion.

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## **Propositions de modification de rédaction :**

### **Exigences du référentiel :**

**1.c)** Le portefeuille doit avoir obtenu un meilleur résultat sur deux indicateurs de durabilité **par rapport à l'indice de référence/univers de départ. Au moins un de ces deux indicateurs de durabilité doit être sélectionné parmi les concernant les** incidences négatives (tels que décrits par le règlement européen (UE) 2019/2088) **par rapport à l'indice de référence/univers de départ.** Le fonds candidat justifie a priori le choix de ces indicateurs, et en quoi **ce sont les plus au moins un des indicateurs est** cohérents avec les objectifs ESG du fonds. Le détail des informations à fournir fait l'objet de l'annexe 4.

### **Annexe 4 :**

**[...]** Le choix **d'au moins un** des deux indicateurs faisant l'objet d'un engagement de performance se fait parmi les indicateurs de durabilité concernant les incidences négatives, obligatoires ou supplémentaires (tels que décrits par le règlement européen (UE) 2019/2088). **[...]**

**[...]** Afin de tenir compte des progrès nécessaires en matière de disponibilité des données de durabilité en provenance des émetteurs, le taux de couverture évoluera progressivement **en cohérence avec le calendrier d'application de la directive (UE) 2022/2464 et en permettant un an de décalage afin de permettre le traitement des données par les sociétés de gestion. Par exemple en l'état actuel des textes :**

- Avant fin **2024 2026** : deux indicateurs avec un taux de couverture d'au moins 70% ;
- Avant fin **2025 2027** : un premier indicateur avec un taux de couverture d'au moins 90% et un second avec un taux de couverture d'au moins 70% ;
- Avant fin **2026 2028** : deux indicateurs avec un taux de couverture d'au moins 90%. **[...]**

## **PILIER II – METHODOLOGIE D'ANALYSE ET DE NOTATION DES EMETTEURS MISE EN ŒUVRE PAR LES SOCIETES DE GESTION**

### **Périodicité de révision de la méthodologie d'analyse ESG et de mise à jour des notations ESG**

Le référentiel précise que l'auditeur contrôle que la périodicité de révision de la méthodologie d'analyse ESG est a minima annuelle. Cette formulation pourrait laisser penser que les sociétés de gestion doivent revoir de façon annuelle leur méthodologie d'analyse ESG alors que cela n'est pas forcément le cas dans la pratique. **Les sociétés de gestion font une veille sur l'évolution de leur méthodologie et font des mises à jour lorsque cela est nécessaire (et non pas de façon annuelle).**

Le nouveau référentiel précise également que l'auditeur doit contrôler que **la fréquence de révision des notations ESG doit faire l'objet de révisions annuelles.** Cette révision annuelle peut se révéler difficile à mettre en œuvre pour les sociétés de gestion qui font leur propre notation, ce qui est, comme pour les analyses financières, un élément essentiel de non-dépendance aux notations des agences. De même, cette fréquence est également difficile pour les sociétés de gestion qui auraient recours à des agences de notation ESG. En effet, il est fréquent que cette mise à jour soit faite à un rythme inférieur. Aussi, l'AFG propose une révision tous les deux ans.



# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## **Proposition de modification de rédaction :**

### **Points de contrôle, méthode de contrôle, manière de conclure si une exigence ou critère est respecté ou non**

L'auditeur vérifie que la méthode d'évaluation ESG est accessible aux investisseurs. L'auditeur contrôle que ~~la société de gestion effectue une veille de sa méthodologie d'analyse ESG et de sa révision lorsque nécessaire. périodicité de révision de la méthodologie d'analyse ESG est, a minima, annuelle.~~

L'auditeur contrôle que la fréquence de révision des notations ~~est a lieu~~, a minima, ~~annuelle tous les deux ans.~~

## **Climat et plans de transition (2.1 a)i. et annexe 5)**

### **Attestation d'assurance ou de vérification d'organisation tierces externes**

L'annexe précise que les informations à fournir sont accompagnées « *le cas échéant, des attestations d'assurance ou de vérification des indicateurs produits par des organisations tierces externes.* ». Le recours à des organisations tierces n'est pas toujours le meilleur moyen de traiter un sujet en société gestion, la SGP étant responsable auprès des porteurs de parts et d'exercer toute diligence dans leur meilleur intérêt. La réglementation évite pour l'exercice du métier d'obliger au recours à des organisations externes. De plus, **cette pratique n'est pas développée à ce jour, l'AFG demande donc à ce que cette obligation soit supprimée du référentiel du label ISR.**

## **Proposition de suppression :**

### **Annexe 5 :**

~~Les informations suivantes sollicitées sont accompagnées, le cas échéant, des attestations d'assurance ou de vérification des indicateurs produits par des organisations tierces externes.~~

## **Analyse des plans de transition**

Le référentiel du label souhaite avoir de fortes ambitions autour de l'analyse des plans de transition mais les éléments proposés en matière d'analyse sont très généraux et subjectifs. Ce qui aura un impact sur l'objectif de lisibilité du label ISR. En effet, une entreprise pourrait être qualifiée en transition chez certains acteurs mais pas pour d'autres.

Plus spécifiquement, sur ce point en particulier, le **référentiel semble manquer d'éléments quantitatifs** :

- L'analyse des moyens reste floue et le référentiel ne mentionne pas de seuils quantitatifs, par exemple pour le % de CapEx.
- Pas de quantification, ni de définition de la notion de « proportionnalité » mise en avant : « *L'analyse des enjeux climatiques des émetteurs analysés ESG en portefeuille est proportionnelle aux enjeux identifiés* ».

L'AFG et ses membres sont favorables à l'accompagnement de la transition des acteurs et comprennent l'objectif du Comité du label de proposer des évolutions dans ce sens. **L'AFG propose que l'accent soit mis dans un premier temps sur les émetteurs des secteurs à « fort enjeux climatique ».**

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

S'agissant des secteurs à « fort enjeux climatique », demander **une analyse systématique quantitative** (i.e. « vigilance renforcée ») **de ces plans de transition n'est pas possible et semble contradictoire avec la volonté du Label de rester généraliste. Cet aspect doit plus être compris comme une obligation de moyens.**

S'agissant du périmètre, sans doute une erreur de version, il convient de supprimer la mention faisant référence au secteur financier.

S'agissant de **l'analyse de la gouvernance**, l'AFG regrette l'absence de mention sur l'intégration de critères environnementaux dans la rémunération.

S'agissant des conséquences de l'analyse des plans de transition pour les émetteurs :

- **Nouvel investissement** : le référentiel stipule que le fonds labélisé ne peut pas investir sur un émetteur dont la stratégie de transition n'est pas jugée « crédible », gérer l'enjeu de la transition par l'exclusion n'est pas la bonne manière d'opérer. L'AFG estime que cette contrainte limiterait les leviers d'impacts de l'engagement et des droits de vote dont dispose le coté afin d'accompagner l'émetteur sur la bonne trajectoire.
- **Emetteurs déjà en portefeuille** : le référentiel pose le principe d'une exclusion automatique de l'émetteur lorsque le plan de transition n'est pas jugé suffisamment convaincant. Traiter le sujet de la transition par l'exclusion systématique des émetteurs n'est pas la bonne manière d'opérer. Par ailleurs, l'automatisme de décisions n'est pas compatible avec le principe général de fiducie des SGP, qui doivent agir dans le meilleur intérêt du porteur. La réglementation sectorielle évite à juste titre d'obliger à des automatismes de gestion ou de dépendance à des éléments tiers (ex : notation des agences). De plus, ce principe reviendrait à imposer une exclusion supplémentaire sur une partie importante des secteurs à forts enjeux. Or, cette logique est incompatible avec d'une part le financement de la transition et d'autre part la volonté affichée du Label de rester généraliste. **Ce principe d'exclusion automatique ne doit donc pas être retenu.**

Les sociétés de gestion souhaitent participer au financement de la transition énergétique, **imposer une exclusion systématique des entreprises qui ne seraient pas encore à la cible de l'Accord de Paris ne permettrait pas le financement des entreprises qui sont le plus dans le besoin d'un accompagnement.**

## **Propositions de modification de rédaction :**

### **Exigences du référentiel :**

**a)i.** - la façon dont les enjeux climatiques sont pris en compte par la méthode d'évaluation ESG. Le fonds candidat démontre qu'une attention particulière est portée à l'analyse des plans de transition climatiques, notamment leur cohérence avec les objectifs climatiques fixés par l'Accord de Paris. À ce titre, les émetteurs des « secteurs à fort impact climatique », **énumérés à l'annexe I – sections A à H et section L du Règlement (UE) 1893/2006, tels que décrits par le Règlement Délégué (UE) 2022/1288** font l'objet d'une vigilance renforcée. Le détail des informations à fournir fait l'objet de l'annexe 5.

### **Annexe 5 :**

[...] - L'analyse de la gouvernance mise en place par l'émetteur et de sa capacité à mettre en œuvre la stratégie d'atteinte des ambitions climatiques, notamment les politiques définies, la composition et l'implication des organes de direction, la transparence du reporting climat, **la prise**

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

en compte des critères ESG dans les rémunérations ou encore la prise en compte des enjeux de transition juste.

L'analyse des enjeux climatiques des émetteurs analysés ESG en portefeuille est proportionnelle aux enjeux identifiés, et se base a minima sur les éléments relatifs à la cible, tels que décrits ci-dessus. ~~Une attention particulière sera portée à la bonne appréciation des enjeux relatifs aux émetteurs du secteur financier.~~

L'analyse des plans de transition climatique des émetteurs faisant l'objet d'une vigilance renforcée, tels que définis plus bas, ~~doit permettre de confirmer leur crédibilité vis-à-vis des objectifs de l'Accord de Paris. À ce titre, l'analyse~~ prend en compte a minima l'ensemble des critères relatifs aux cibles, aux moyens mis en œuvre et à la gouvernance, tels que décrits ci-dessus. ~~Ainsi :~~

~~— pour tout nouvel investissement, si l'analyse du plan de transition d'un émetteur, faisant l'objet d'une vigilance renforcée et entrant dans le calendrier de mise en application de cette clause, ne permet pas de valider sa cohérence avec les objectifs de neutralité carbone en 2050 et l'Accord de Paris, alors l'émetteur ne pourra pas entrer en portefeuille ;~~

~~— pour les émetteurs déjà en portefeuille et faisant l'objet d'une vigilance renforcée, l'analyse annuelle doit permettre de confirmer la crédibilité de leur plan de transition vis-à-vis des objectifs de neutralité carbone et de l'accord de Paris. En outre, le fonds candidat doit démontrer que la trajectoire réelle suivie par ces émetteurs fait l'objet d'un suivi dans le temps : en cas d'écarts significatifs constatés entre les résultats obtenus et les objectifs fixés, cette situation fait l'objet d'un acte d'engagement ESG tel que défini par le pilier V du présent référentiel. A l'issue de ce dernier, si la trajectoire n'est toujours pas respectée, l'émetteur ne pourra pas être conservé en portefeuille.~~

A ce titre, le fonds candidat démontre que la trajectoire de l'émetteur en vigilance renforcée et l'atteinte des objectifs fixés font l'objet d'un suivi dans le temps. La société de gestion déploie les meilleurs efforts pour que les écarts constatés fassent l'objet d'un acte d'engagement individuel ou collectif.

[...]

## Calendrier d'application progressif

L'AFG voit favorablement la mise en place d'un calendrier progressif pour l'application de cette nouvelle obligation car il est important d'avoir accès à la donnée des émetteurs. Néanmoins, ce calendrier pourrait néanmoins se révéler difficile notamment pour les entreprises non-assujetties à la CSRD ou les entreprises de petites tailles (difficile de demander cette granularité d'information si celle-ci n'est pas obligatoire).

**En tout état de cause, le référentiel doit se caler de manière expresse sur les évolutions de la CSRD au niveau européen (tant en termes de calendrier que de champ d'application).**

## Propositions de modification de rédaction :

### Annexe 5 :

[...] Afin de tenir compte de la disponibilité de la donnée, la définition des émetteurs faisant l'objet d'une vigilance renforcée sera mise en place de façon progressive. Ainsi, les émetteurs faisant l'objet d'une vigilance renforcée sont définis comme les émetteurs des « secteurs à forts impact climatique » tels que décrits par le Règlement Délégué (UE) 2022/1288 et répondant aux critères de taille et calendrier tel que précisés dans directive (UE) 2022/2464. Par exemple en l'état actuel des textes en répondant aux critères suivants :

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

~~— Année 2024 sur données 2023 : entreprises cotées de plus de 500 salariés ;~~

- Année 2025 sur données 2024 : entreprises de plus de 500 salariés ;
- Année 2026 sur données 2025 : entreprises remplissant 2 des 3 critères suivants : 250 employés, 40 millions d'euros de chiffre d'affaires, ou dont le bilan dépasse 20 millions d'euros ;
- Année 2027 (~~possibilité de reporter à 2029~~) sur données 2026 (~~possibilité de reporter à 2028~~): entreprises cotées de plus de 10 employés.

## Cadres de référence ou méthodes reconnues

L'AFG rappelle qu'il existe une multitude de cadres et références sur les aspects climatiques et **qu'il n'est pas du ressort du Comité du Label d'imposer une méthode ou une référence spécifique**. D'autant plus que certaines sociétés de gestion ont des méthodologies internes. Il est possible de citer des cadres à titre d'exemple, néanmoins en aucun cas le Comité du Label doit imposer ces cadres ou demander une justification quand les cadres cités ne seraient pas utilisés.

### **Propositions de modification :**

#### **Exigences du référentiel :**

Le fonds candidat favorise l'utilisation de la dernière version à jour des cadres de références ou méthodes reconnues lorsque disponibles. A ce titre, le fonds candidat décrit les outils et cadres externes utilisés permettant d'étayer la qualité de l'analyse, **par exemple notamment** :

- Les cadres de définitions et de reporting des données utilisées (par exemple, CSRD, ISSB, TCFD), ainsi que les dispositifs de contrôle de la qualité et de la cohérence de ces données ;
- Les références méthodologiques utilisées (par exemple, ACT, Climate Action 100+) ;
- Les scénarios utilisés pour les différents secteurs faisant l'objet d'une vigilance renforcée (par exemple, les scénarios de l'Agence Internationale de l'Energie, du One Earth Climate Model (OECM), les scénarios NGFS, SBTi ou encore de la Transition Pathway Initiative).

~~Un fonds qui ferait le choix de ne pas utiliser les outils et cadres de référence listés ci-dessus alors qu'ils sont disponibles doit donner une explication précise et convaincante de ce choix qui fera l'objet d'une attention très particulière de la part du certificateur.~~

## Construction de l'univers d'investissement (2.1 a)iii. et annexe 6)

**L'AFG et ses membres estiment que l'univers d'investissement doit éviter le plus possible de comporter des biais de gestion, notamment en rapport avec les orientations du prospectus.**

Ce principe ne doit pas aboutir à devoir fixer des univers alors que benchmark du fonds dans le prospectus est adéquat. Une minorité de cas peut être concernée par ce sujet de définition des univers, c'est pourquoi le dispositif proposé est disproportionné. En effet, l'utilité des propositions mises en avant est à démontrer et de plus risquent d'être difficiles à mettre en œuvre pour les sociétés de gestion, au-delà des coûts financiers et d'architecture IT. Elles restreignent inutilement la capacité de « gestion ». Les éléments demandés sont trop prescriptifs, ambitieux et ne s'appliquent pas à toutes les stratégies.

L'AFG estime que le suivi des biais intrinsèques de gestion devrait être à la main de chaque société de gestion et qu'il ne faut pas se limiter aux trois critères listés (i.e. pondérations géographiques, sectorielles et de capitalisation historique).

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

Plus spécifiquement, **imposer systématiquement que les pondérations des univers fassent l'objet d'un rebalancement annuel en fonction des trois critères listés est disproportionné, inutile et peut créer d'autres biais, notamment face à la promesse du fonds exprimée dans le prospectus ou lors de conditions de marché particulières.** Certaines contraintes, notamment la mise à jour des pondérations a minima annuelle, sont même dangereuses et inapplicables, surtout si on suit tout simplement un benchmark de marché. En effet, cela peut conduire à une concentration dans certaines valeurs au sein de chaque secteur et risquerait de venir en conflit avec les besoins de diversification des risques au sein d'un OPCVM pour le client final.

Cela impliquerait, pour les sociétés de gestion, de créer des systèmes de suivi quantitatif par rapport à un nombre de points de données très important, et pour une précision qui ne paraît pas nécessaire.

Ce système de gestion des univers :

- **Limiterait la capacité des gestions à faire du stock picking** car cela revient à imposer une gestion benchmarkée en créant des univers d'investissement fonctionnant comme des indices ;
- **Rendrait plus complexe une gestion benchmarkée** car de facto il est impossible de garder un indice de référence comme univers de départ s'il ne respecte pas les points évoqués dans le référentiel ;
- **N'est pas transposable aux fonds monétaires et obligataires** (cette méthode n'est pas facilement applicable à l'univers obligataire dont la composante duration et la non-homogénéité des courbes des émetteurs rend un découpage à des fins de repondérations très lourd opérationnellement). Il n'est d'ailleurs pas précisé quel critère devrait être utilisé à la place de la capitalisation boursière pour les fonds de taux.

Aussi, **l'AFG souhaite rappeler que le prospectus du fonds est la référence des éléments essentiels du fonds. Dans sa sélection, la société de gestion prend en compte les différentes contraintes financières de l'univers et les critères ESG.** La lisibilité de cette mesure est également un problème face aux investisseurs et à leurs attentes de conformité à la promesse du fonds en termes de rendement/risque/liquidité/benchmark (et qui ne s'expriment donc pas qu'en termes ESG).

Par ailleurs, pour les fonds dont l'univers d'investissement est un indice de marché déjà représentatif de la gestion, la société de gestion doit pouvoir s'exonérer de procéder à cet exercice de comparaison des portefeuilles et de son indice pour s'éviter des rebalancements mineurs des indices à chaque mise à jour des univers, qui d'ailleurs seraient très lourd opérationnellement.

Enfin, certains points mériteraient d'être précisés :

- **Dans quel document doit être intégré la présentation de la méthodologie** de construction de l'univers d'investissement initial.
- A l'issue du webinaire de présentation de la consultation, un Q&A a été publié sur le site du Label ISR. Il est précisé, en réponse à la question 19, que **la démonstration que l'univers d'investissement initial est cohérent avec la politique d'investissement se fait au niveau émetteur et non pas au niveau du type de produit financier.** Ce point devrait être clairement spécifié dans le référentiel.

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## **Propositions de modification de rédaction :**

### **Exigences du référentiel**

iii. fournit une présentation de la méthode de construction de son univers d'investissement initial, et ~~démontre~~ ~~veille~~ que celle-ci ~~prévient l'apparition de~~ évite des biais de gestion par rapport aux caractéristiques annoncées dans le prospectus. ~~abaissant artificiellement~~ L'objectif est d'éviter d'abaisser structurellement et de manière artificielle les exigences quantitatives du Label. Le détail des informations à fournir fait l'objet de l'annexe 6.

### **Annexe 6 :**

Le fonds candidat décrit son univers d'investissement initial et démontre qu'il est construit ~~en ligne avec les caractéristiques financières mentionnées dans le prospectus selon une approche systématique~~. Dans le cas de l'approche en sélectivité, la part des émetteurs ajoutés de façon discrétionnaire ne peut être supérieure à 10% de l'univers d'investissement initial (selon la méthode de calcul décrite au critère 3.1 du présent référentiel), et la note ESG des émetteurs ajoutés de façon discrétionnaire ne peut être inférieure à la note ESG minimale requise pour l'inclusion dans le portefeuille.

Le fonds candidat ~~veille~~ ~~démontre~~ ~~à ce~~ que la méthode de construction de son univers d'investissement initial ~~garantisset~~ la représentativité de la politique d'investissement du fonds et qu'elle ne permet pas l'apparition de biais intrinsèques permettant d'abaisser artificiellement le niveau d'exigence ESG des normes quantitatives du référentiel. ~~A ce titre, les pondérations de son univers d'investissement initial font l'objet d'un rebalancement permettant de garantir leur cohérence avec les pondérations géographiques, sectorielles et de capitalisation historique ou cible du portefeuille, ou toute méthode justifiée comme équivalente.~~

~~La mise à jour des pondérations de l'univers d'investissement initial fait l'objet d'une mise à jour à minima annuelle.~~

L'analyse de cohérence de la construction de l'univers d'investissement initial ~~se fait au niveau des émetteurs et non pas au niveau du type de produit financier~~. Cette analyse peut être menée au niveau du fonds, ou déclinée au niveau de plusieurs sous univers. Dans ce cas les éléments décrits ci-dessus doivent être fournis au niveau de chaque sous univers, et le respect des normes quantitatives du label ISR est étudié sur chacune des poches ainsi considérées.

## **Fonds thématiques durables (annexe 6)**

L'AFG accueille positivement la volonté de proposer une approche alternative pour les fonds thématiques durables mais souhaiterait qu'il soit clarifié que le choix de l'approche est à la main de chaque société de gestion et qu'un fonds thématique durable n'aura pas obligatoirement à se conformer à cette nouvelle approche.

## **Attention particulière des Principales Incidences Négatives (2.1 a)iv.)**

**L'AFG recommande au Comité du Label de préciser qu'il n'est pas attendu davantage par rapport à l'application de SFDR sur ce critère (à part l'application systématique au niveau du fonds, SFDR ne le requérant pas).** En effet, **l'expression** « *la société de gestion démontre que l'ensemble des Principale(s) Incidence(s) Négative(s) fait l'objet d'une attention particulière dans le cadre de l'application de son processus d'investissement* » **peut laisser penser que l'ensemble des indicateurs PAI (obligatoires et optionnels) doivent faire l'objet d'une attention particulière**, alors que seuls les PAI obligatoires devraient être concernés

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## **Propositions de modification de rédaction :**

### **Exigences du référentiel :**

iv. fournit une présentation de son processus d'investissement, décrivant la stratégie de sélection des actifs ESG et la méthode de passage d'un univers d'investissement ESG à un portefeuille ESG (par exemple : type d'exclusions pratiquées, outils de notation ESG, gestion des controverses, engagement ESG, etc.). A ce titre, la société de gestion démontre **la prise en compte** que ~~l'ensemble des les des~~ Principale(s) Incidence(s) Négative(s) **obligatoires** fait l'objet d'une attention particulière dans le cadre de l'application de son processus d'investissement.

## **Analyse et suivi des controverses (2.1 b))**

**Bien que l'AFG voit positivement la clarification de la gestion des controverses, le niveau de détail demandé par le référentiel est trop élevé.** Cette granularité pourrait donner un pouvoir significatif aux fournisseurs de données et par extension impacter le prix payé par les clients finaux sans valeur ajoutée supplémentaire.

**L'AFG s'interroge sur la proposition d'imposer un seul type de classification des controverses selon trois dimensions** (grave, avérée, répétée). Cette classification est d'autant moins justifiée qu'elle ne requiert pas de suivi spécifique de chacune de ces dimensions. Aussi, **l'AFG estime qu'une classification binaire (entreprise controversée ou non controversée) aurait tout à fait sa place également.** C'est la formalisation du processus qui est centrale, la manière de le faire est multiple. La proposition mise en avant par le Comité du label devrait être uniquement illustrative.

L'engagement obligatoire sur les controverses et la rétroaction en gestion (i.e. actes de gestion relatifs à l'échec des actions d'engagement avec les émetteurs) n'est pas praticable en gestion passive.

En effet, les fournisseurs d'indices externes ne s'engagent pas en leur nom propre avec les émetteurs, sauf sur les sujets de transparence. Il convient que les actions d'engagement soient prises au niveau de la société de gestion, selon ses propres évaluations, et non directement en lien avec les évaluations qui pourraient être faites par un fournisseur externe dans le cadre des méthodologies d'indices.

Enfin, nous nous interrogeons sur la mention suivante « *Un fonds candidat dont l'analyse de la dimension avérée d'une controverse repose uniquement sur l'existence d'une décision de justice ne satisfait pas le présent critère* » et souhaitons qu'elle soit supprimée.

## **Demandes de précisions :**

### **Les propositions suivantes mériteraient d'être précisés :**

- La mention « l'identification des controverses en lien avec les objectifs ESG du fonds » n'est pas claire. La gestion des controverses se fait au niveau de la société de gestion et pas en fonction des objectifs de chaque fonds.

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

- Qu'est-il attendu de la part des sociétés de gestion s'agissant du point v. relatif aux comptes-rendus des décisions relatives aux controverses passées sur l'année écoulée : fait-on référence aux comptes-rendus des analyses des controverses, aux décisions de gestion suites aux controverses ou aux comptes-rendus d'un éventuel comité travaillant sur le sujet ?
- Il est nécessaire de **préciser dans quel document intégrer la politique de prévention et de vérification des controverses** dans la mesure où le Code de Transparence n'est plus demandé. L'AFG recommande d'indiquer dans le prospectus où l'information sur la politique de prévention et de vérification des controverses de la société de gestion se trouve.

## **Propositions de modification de rédaction :**

### **Points de contrôle, méthode de contrôle, manière de conclure si une exigence ou critère est respecté ou non :**

L'auditeur vérifie que le processus d'identification des controverses est adapté aux caractéristiques des actifs ESG.

~~Un fonds candidat dont l'analyse de la dimension avérée d'une controverse repose uniquement sur l'existence d'une décision de justice ne satisfait pas le présent critère.~~

### **Exigences du référentiel :**

b) [...] ii. sa méthodologie d'analyse des controverses identifiées. La méthodologie doit aboutir à une classification des controverses **propre à la société de gestion (par exemple : selon les dimensions : grave, avérée, répétée)** ; et à l'identification des controverses en lien avec les objectifs ESG du fonds ;

[...] vi. le fonds ~~fournit~~ **tient à disposition** les comptes-rendus formalisés des décisions relatives aux controverses passées sur l'année écoulée ;

## **Moyens humains consacrés en interne à l'analyse ESG (2.2 b))**

### **Demandes de précisions :**

Il nous semble que les points suivants pourraient être clarifiés au troisième alinéa :

- Préciser ce qui est entendu par « communication en interne » : s'agit-il de la diffusion du contenu des analyses ESG ou des outils et informations ESG (indicateurs quantitatifs, analyses qualitatives, compte-rendu des comités ESG) entre les membres de l'équipe de gestion ?
- Il est nécessaire de conserver une cohérence sur les formulations utilisées dans l'ensemble du référentiel. Aussi, nous nous interrogeons sur l'ajout des termes de « durabilité » alors même que la formulation « analyse ESG » est également utilisée.



# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## PILIER III – PRISE EN COMPTE DES CRITERES ESG DANS LA CONSTRUCTION ET VIE DU PORTEFEUILLE

### Poids relatif sur chaque pilier (3.1. a))

**Bien que nous comprenions la philosophie généraliste du label ISR, l'AFG s'interroge sur l'articulation entre cette pondération plancher et l'ouverture du label aux fonds thématiques ainsi que l'accent mis sur le « Climat »** (qui se concentreraient sur le pilier E). Nous nous interrogeons sur les effets de cette nouvelle contrainte et il n'est pas démontré que cette pondération par pilier est un bon moyen d'assurer une bonne prise en compte de critères E, S et G. Par ailleurs, **cette nouvelle contrainte remet en cause l'analyse des matrices de matérialité**, sans étude suffisamment approfondie et testée pour justifier de sa valeur ajoutée et de son absence de biais. Face aux effets indésirables, cette proposition semble injustifiée. Comme déjà indiqué précédemment, nous soutenons la mise en cohérence du référentiel avec le cadre européen existant, et notamment SFDR qui fait imposer déjà « *que les sociétés dans lesquelles les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance* » (articles 2(17) et article 8(1)). Ainsi, le pilier G est déjà pris en considération du fait de la réglementation européenne. Il n'est pas démontré à ce stade, ni pour les analyses des agences, ni pour les analyses internes ESG que les méthodologies actuelles ne prennent pas en compte suffisamment les trois piliers. **Chaque SGP justifiera la prise en compte des 3 piliers avec un exercice portant sur de matrices de matérialité.**

**L'imposition d'un seuil pose des problématiques opérationnelles pour la gestion indicielle ou pour les sociétés de gestion qui utiliseraient un modèle de notation externe.** Les sociétés de gestion ne pourront pas faire modifier les systèmes de notation de fournisseurs d'indice et des fournisseurs de données. Imposer un seuil viendrait pénaliser d'une part la gestion indicielle et d'autre part les sociétés de gestion de petite ou moyenne taille. **L'AFG n'est pas convaincue par cette proposition. Les sociétés de gestion doivent évidemment considérer les trois piliers sans pour autant qu'un seuil soit imposé.**

Enfin, imposer une pondération par pilier introduirait des biais dans la gestion, créerait des problèmes de cohérence entre fonds d'une même SGP avec des juridictions différentes/labels différents.

Nous ne comprenons pas la référence du prospectus pour cette information de détail méthodologique qui peut varier dans le temps.

Enfin, nous estimons que **les deux méthodologies de calcul** (en capitalisation et en nombre d'émetteurs) **devraient pouvoir être acceptées et utilisées par les sociétés de gestion.** En effet, restreindre l'utilisation de la méthodologie en nombre aux seuls cas cités dans le référentiel (i.e. absence de capitalisation ou de valeur d'entreprise connue) serait trop restrictif et aura un impact notamment, sur les gestions passives, actives diversifiées, actions à univers large. Par ailleurs, la méthodologie en capitalisation pénalise fortement les petites et moyennes capitalisations qui ont par nature des notes ESG moins élevées que les grandes capitalisations. Enfin, dans la gestion obligatoire, l'équipondération est très adaptée. L'AFG ne comprend pas la raison de cette proposition, au vu des travaux extensifs déjà effectués sur ce point dans le passé.

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## **Propositions de modification de rédaction :**

### **Exigences du référentiel :**

Le fonds candidat ~~précise le poids relatif dans~~ démontre que son modèle de notation ~~de chacun des trois domaines~~ E, S et G fait l'objet d'une étude de matérialité. ~~Le poids relatif de chaque domaine doit être supérieur ou égal à 20%. Le fonds candidat mentionne dans sa documentation réglementaire la pondération retenue pour chaque domaine.~~

Les pourcentages exprimés ci-dessous sont calculés via la méthode de calcul pondérée par la capitalisation, le cas échéant la valeur d'entreprise. ~~Le recours à ou via~~ la méthode de calcul en nombre d'émetteurs ~~devra être justifié (par exemple, absence de capitalisation ou de valeur d'entreprise connues pour une part très significative de l'univers d'investissement).~~

## **Exclusions (3.1. b) et annexe 7)**

**Il a jusqu'à présent été difficile pour l'AFG de se positionner sur le niveau des différentes exclusions. Néanmoins, l'AFG réitère ses remarques en matière de cohérence d'approche entre le fait de favoriser la transition de l'économie et l'utilisation des exclusions, surtout si l'application de ces dernières revient à exclure des secteurs entiers (et significatifs sur le plan de l'impact de leur transition).**

Nonobstant cette remarque importante, l'AFG transmet quelques remarques de précision :

### **Exclusions au regard du critère social**

S'agissant de l'exclusion relative au tabac, il est nécessaire de préciser ce qui est entendu par « distribution ».

### **Exclusions au regard du critère environnemental**

S'agissant du **charbon** :

- La **définition du raffinage devrait être clarifiée**. A noter, qu'à ce jour, les fournisseurs de données ne donnent aucun critère sur le raffinage.
- Il devrait être précisé si le **seuil de 5% de l'activité porte sur le CA et/ou le mix énergétique**.

S'agissant des **énergies fossiles non-conventionnelles** :

- Nous nous interrogeons sur la définition du CSE de l'Observatoire de l'Institut de la Fiance Durable. A ce jour, il n'existe pas de consensus international sur le périmètre des « énergies non-conventionnelles » comme l'AFG le souligne dans son [guide sur l'élaboration d'une stratégie énergies fossiles à destination des sociétés de gestion de portefeuille](#).
- Afin de permettre, une adhésion de l'ensemble de la Place, la définition ne devrait pas prendre en compte les éléments suivants : « pétrole et gaz offshore ultra-profonds » et « les ressources fossiles pétrolières et gazières dans l'Arctique ».

S'agissant de la **production d'électricité** :

- En préambule, nous souhaitons rappeler que ce niveau d'information sur les seuils n'est aujourd'hui pas disponible.

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

- **Le périmètre de l'activité doit être précisé** (les systèmes de chauffage sont-ils couverts ?).
- **La définition d'activité « principale » doit également être précisée** : s'agit-il d'un pourcentage du chiffre d'affaires ? Le cas échéant, lequel ? Et qui fournit cette information ?

Enfin, le référentiel mentionne également « Pour les exclusions basées sur un seuil de *chiffre d'affaires*, la part d'activité à considérer est celle du chiffre d'affaires du dernier exercice clos publié ». Il est important de rappeler qu'à ce jour, **les sociétés de gestion sont dépendantes des fournisseurs de données sur le sujet**. Or, il y a parfois un décalage d'un an entre les données disponibles et les données publiées. Ainsi, **cette contrainte ne semble pas pouvoir s'appliquer et nous préconisons sa suppression**.

## Méthodologie de calcul (3.1. c))

Par ailleurs, il nous **semblerait utile de préciser davantage la base de calcul des éléments chiffrés**. L'AFG estime que ces calculs doivent se faire sur la base de la portion du portefeuille concerné par ce ratio (hors cash, OPC monétaires et certains dérivés).

## Stratégie ESG (3.1. d))

### Sélectivité (3.1. d)i.)

**L'AFG est favorable au maintien des exclusions dans les modalités de calcul du taux de sélectivité** et de l'amélioration de note.

**Par ailleurs, nous estimons que la méthode de sélectivité en équipondération devrait être maintenue** (cf. nos commentaires au 3.1.a) ci-dessus).

### Amélioration de note (3.1. d)ii.)

**L'AFG est très défavorable à la différence de traitement des exclusions entre l'approche en sélectivité et l'approche en amélioration de note**. En effet, l'approche en amélioration de note ne prend pas en compte les exclusions dans son seuil de 30%. Cette différence de traitement crée un déséquilibre et pénalise fortement les fonds qui auraient choisi cette approche. Par ailleurs, cela contrevient également à l'objectif d'harmonisation et de lisibilité visé par le Comité du Label. Cette méthodologie viendrait à défavoriser les plus petites capitalisations. Aussi, l'AFG souhaite, comme pour l'approche en sélectivité, conserver les exclusions dans le calcul des 30% d'amélioration de note.

### **Propositions de modification de rédaction :**

#### **Exigences du référentiel :**

ii. une note ESG moyenne pondérée du portefeuille significativement supérieure (i.e. meilleure) à la note ESG moyenne pondérée de l'univers d'investissement initial. La note ESG moyenne pondérée du portefeuille ne pourra en aucun cas être inférieure à la note ESG pondérée de l'univers d'investissement initial du fonds ou du benchmark ou indice de référence après élimination des 30 % plus mauvaises valeurs sur **l'unique basé sur de** la notation ESG **et sur l'ensemble des exclusions appliquées par le fonds**.

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## Clause d'antériorité

L'AFG est favorable à un calendrier progressif s'agissant de l'augmentation du taux de sélectivité et du taux utilisé pour identifier les plus mauvaises valeurs dans l'approche en amélioration de note. Il est néanmoins essentiel que ce calendrier soit aligné avec le calendrier d'application du nouveau référentiel (cf. nos commentaires sur le calendrier et les modalités de transition).

## PILIER IV – LA POLITIQUE DE VOTE ET D'ENGAGEMENT ESG AVEC LES EMETTEURS

### Politique de vote (4.1)

**Le vote est un élément incontournable de la politique ESG. L'AFG, pionnière pour inciter les sociétés de gestion à voter aux assemblées générales, est favorable à toute mesure qui permet d'assurer par le vote la qualité de l'engagement en accord avec l'objectif du fonds.**

**Imposer un exercice des droits de vote supérieur à 90% du portefeuille ne répond pas aux réalités du vote.** Une contrainte quantitative aussi élevée se heurte à la réalité d'évènements extérieurs à la volonté de la SGP qui vont interférer particulièrement hors de France. On note de très fortes disparités suivant les pays et les émetteurs pouvant créer des aléas sur le vote, empêchant d'atteindre les 90%. Quelques exemples d'obstacles auxquels sont confrontées les SGP peuvent être cités :

- Les SGP se trouvent confrontées en pratique à des rejets de votes dans certains pays pour des motifs divers, ainsi en est-il de formulaires de vote complexes qui laissent une latitude pour refuser les votes, de modalités difficiles à réunir dans certains pays émergents ...
- Les procédures des POA (power of attorney) sont multiples et souvent coûteuses. Suivant les pays, il est requis par exemple de remplir les POA dans la langue locale ou d'obliger de recourir à un notaire pour ces POA.
- Lorsque chaque vote implique des frais importants pour des POA imposés (comme au Brésil), ceux-ci peuvent s'avérer contraires à l'intérêt du porteur, et donc non conformes à la réglementation.
- Il est requis dans certains cas d'avoir une personne sur place pour voter (Grèce, Israël, Indonésie...).
- Un enregistrement des titres longtemps avant la date de l'assemblée générale est parfois exigé pour voter aux assemblées générales d'émetteurs : Ainsi en Italie pour voter à l'assemblée générale de certaines mutuelles cotées un enregistrement trois mois à l'avance est requis, de même certaines banques indiennes cotées exigent pour accepter le vote d'une SGP l'enregistrement des titres trois mois avant l'AG.
- Certains pays étrangers ont, en matière de vote, des règles qui varient suivant les émetteurs et les sub-custodians. A titre d'exemple, les votes exprimés par une SGP à une assemblée générale ne seront pas pris en compte au motif que l'AG ne se tient finalement pas sur 1<sup>ère</sup> convocation, pour être pris en considération les instructions de vote devraient être réactivées mais la SGP ne sera pas tenue au courant.

Imposer un exercice des droits de vote supérieur à 90% du portefeuille **pourrait avoir pour conséquence que les entraves au vote relevées dans certains pays interfèrent avec le choix**

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

**des valeurs par les gérants** avec pour conséquence d'orienter leur choix de valeurs en s'écartant de pays où existent potentiellement des obstacles au vote, ce qui constitue un effet collatéral très négatif.

Une société de gestion française qui vote à l'étranger ne peut pas en tout état de cause imposer les règles de démocratie actionnariale qui nous paraissent naturelles en France.

Dès lors il semble qu'aurait davantage de sens de **prévoir un objectif de 90% pour la France et de 70% hors de France.**

## **Propositions de modification de rédaction :**

**Points de contrôle, méthode de contrôle, manière de conclure si une exigence ou critère est respecté ou non :**

Le certificateur vérifie que les assemblées générales des **titres fonds** présents en portefeuille pour lesquelles le fonds candidat détient des droits de vote sont bien intégrées au calcul d'exercice des droits de vote.

### **Exigences du référentiel :**

b) La société de gestion publie sur son site internet, le cas échéant sur la page dédiée à l'OPC, le dernier rapport d'exercice de la politique de vote, en précisant :

i. les votes relatifs aux résolutions présentées en assemblée générale des **sociétés cotées entreprises** dont elle détient des titres en portefeuille. Le taux d'exercice des droits de vote est significatif. Pour cela, le fonds démontre **effectuer les meilleurs efforts pour qu'à partir du 01/01/2025** la part des assemblées générales faisant l'objet d'exercice des droits de vote représente **plus de 90% ou plus** des assemblées générales pour lesquels le fonds détient des droits de vote **en France et à 70% ou plus des assemblées générales éligibles hors de France en marchés développés et 50% ou plus en marchés émergents<sup>1</sup>**. La société de gestion détaille le cas où les conditions pour exercer les droits de vote n'ont pas été réunies.

~~La mise en place du taux d'exercice des droits de vote se fera de façon progressive : il sera supérieur à 70% à partir du 01/01/2024 et supérieur à 90% à partir du 01/01/2025.~~

ii. Le cas échéant, sa participation aux coalitions d'actionnaires et les potentiels dépôts de résolution réalisés dans ce cadre, ~~ou la raison pour laquelle il ne prend pas part aux actions collectives.~~

## **Politique d'engagement (4.2)**

**Il est important de voir rappelé que la politique d'engagement s'applique au niveau de la société de gestion et non pas au niveau de chaque fonds.**

Les sociétés de gestion doivent être transparentes sur leurs démarches, le label doit y veiller. Il est essentiel en toute hypothèse de garder **une dimension qualitative à l'engagement si on ne veut pas que le label soit limité à cocher des cases ne correspondant pas à une réelle**

<sup>1</sup> Définitions à préciser par la société de gestion.

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

**démarche durable.** La formulation du 4.2.b) devait permettre d'intégrer cette dimension qualitative, faute de quoi le label se limiterait à un formulaire détaché de la réalité de l'engagement mené par la SGP dans les sociétés cotées.

De nombreuses actions d'engagements intègrent des dialogues pluriannuels en lien avec l'investissement, toutes les actions d'engagements ne peuvent se résumer à un exercice quantitatif. Il conviendrait de modifier cette partie de référentiel afin qu'elle reflète davantage l'intégralité des engagements.

S'agissant des **actes d'engagement listé au 4.2.d)**, l'AFG tient à rappeler que **beaucoup de sociétés seront concernés par ce périmètre**. Les sociétés de gestion devraient avoir la possibilité de **prioriser et d'étaler dans le temps les actions d'engagements en lien avec leur politique d'engagement**.

En ce qui concerne la demande de justification d'une absence d'engagement auprès des émetteurs ne publiant pas un ou plusieurs indicateurs de performance (critère 4.2.d)i.), cette obligation ne peut être mise en place. Sur ce sujet, il est important de rappeler qu'à ce jour, les émetteurs n'ont aucune obligation de publier ces indicateurs. Il n'est même pas certains que l'entrée en application de la CSRD puisse permettre un accès à cette donnée (discussions en cours au niveau de l'EFRAG et de la Commission Européenne sur l'ambition de la CSRD et remise en question de la publication obligatoire des PAI). Aussi, il n'est pas possible pour la société de gestion d'avoir un engagement systématique sur ce sujet.

S'agissant du critère 4.2.d).iii., en ce qui concerne l'approche en amélioration de note, l'obligation d'engagement auprès des émetteurs en portefeuille faisant partie des 30% les moins bien notés telle qu'envisagée n'est pas adaptée aux sociétés de gestion ayant des stratégies diversifiées, quantitatives ou englobant des univers de gestion larges. L'univers d'investissement étant évolutif, un émetteur appartenant au 30% des moins bien notés pourraient basculer dans les 70% les mieux notés. La stratégie d'engagement est définie au niveau de la société de gestion qui fait un choix dans les thématiques ESG qu'elle priorise et doit pouvoir concentrer ses efforts d'engagement sur les sujets qu'elle considère comme prioritaire.

**Imposer une temporalité maximale de 3 ans d'engagement** avec les émetteurs faisant partie des 30% les moins bien notés n'intègre pas la nécessité que l'engagement de la SGP suive l'évolution des démarches de l'émetteur et l'évolution des moyens d'appréhension des sujets environnementaux. **Il n'est pas possible « d'harmoniser » les actes d'engagement car les objectifs exigés peuvent varier en complexité**. Un délai maximal de 3 ans aurait concrètement un fort impact négatif en réduisant l'ambition des actions correctrices. L'horizon doit être défini par chaque société de gestion et être adaptable.

**Enfin, les mesures d'escalade en cas d'engagement non concluant doivent être graduées et variées et mise en œuvre au cas par cas.** Comprendre les raisons de la non-atteinte des objectifs est essentiel dans une démarche responsable.

**Les mesures d'escalade doivent s'adapter au contexte et ne peuvent se réduire mécaniquement à la seule vente des positions** (peuvent notamment contribuer à renforcer la pression sur les sociétés investies des votes d'opposition aux assemblées générales, une participation à des initiatives collaboratives...). Chaque SGP doit pouvoir juger des mesures d'escalade qu'elle estime les mieux appropriées, toute obligation systématique pourrait conduire à des effets systémiques (citons Orpea où les SGP sont sorties à des dates différentes).

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## **Propositions de modification de rédaction :**

### **Points de contrôle, méthode de contrôle, manière de conclure si une exigence ou critère est respecté ou non :**

~~Un fonds qui n'utiliserait pas de façon effective son processus d'escalade ne satisfait pas le présent critère.~~

~~Un fonds qui ferait le choix de ne mettre en place aucun acte d'engagement pour les cas listés au point d) fait l'objet d'une attention particulière du certificateur.~~

### **Exigences du référentiel :**

a) La politique d'engagement ESG doit avoir été formalisée par la société de gestion et publiée sur le site internet de la société de gestion. La société de gestion précise :

i. le contenu de la politique d'engagement ESG formalisée (notamment : lien avec la politique de controverses, thématiques d'engagement, ...);

ii. les moyens humains, ~~ou les moyens externes (conseil)~~, dédiés à la politique d'engagement ESG et leur articulation avec les moyens de recherche ESG ;

iii. son processus d'escalade formalisé, en différenciant **par exemple** les actions constituant un dialogue renforcé, les actions publiques **ou et** les actions constituant un acte de gestion. Le processus d'escalade prévoit, **le cas échéant**, une vente des titres en l'absence d'amélioration au bout d'une période donnée ;

iv. en quoi cette politique d'engagement ESG est cohérente avec les objectifs de durabilité du fonds.

b) Le fonds candidat **doit** démontrer la mise en place de processus assurant que chaque action d'engagement ESG fait l'objet **d'un suivi précis de la part de la société de gestion. :**

~~i. D'une demande explicitement formulée à l'émetteur;~~

~~ii. D'un objectif clair, permettant de qualifier son degré de réussite;~~

~~iii. D'une temporalité prédéfinie, à l'issue de laquelle un bilan est formalisé;~~

~~iv. Le cas échéant, d'actions de suivi et d'escalade.~~

c) Le fonds candidat publie sur son site internet, le cas échéant sur la page dédiée à l'OPC **le lien avec**; son dernier rapport d'engagement ESG, ~~et qui~~ précise :

i. Le nombre d'actions d'engagement ESG conduites sur la période écoulée, et la part du fonds concernée par au moins une action d'engagement ESG ;

ii. La classification des actions d'engagement ESG selon les piliers E, S et G ;

iii. Pour les actions d'engagement ESG collectives, le degré d'implication de la société de gestion,

iv. Tout autre action significative entreprise auprès des émetteurs du portefeuille.

d) L'absence d'acte d'engagement ESG dans les cas suivants fait l'objet d'une justification **précise et convaincante** :

~~i. Emetteurs en portefeuille ne publiant pas un ou plusieurs indicateurs de performance sélectionnés dans le cadre du critère i.e du présent référentiel ;~~

ii. Emetteurs en portefeuille faisant l'objet d'une vigilance renforcée sur les enjeux climat, et dont les résultats observés ne seraient pas en ligne avec les objectifs définis, tels que décrits au critère 2.1.a.i du présent référentiel ;

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

iii. Dans le cas de l'approche en amélioration de note, les émetteurs en portefeuille faisant partie des 30% plus mauvaises valeurs de l'univers d'investissement initial sur la base de la notation ESG (en prenant en compte la clause d'antériorité définie par le critère 3.1.c.ii du présent référentiel). Ces émetteurs font systématiquement l'objet d'un acte d'engagement ESG dont la temporalité maximale ~~est explicitée dans la procédure d'escalade de la société de gestion ne pourra être supérieure à 3 ans~~ (escalades potentielles comprises). ~~L'émetteur ne pourra être conservé en portefeuille si aucune amélioration n'est observée à l'issue de cette temporalité.~~

e) Le fonds candidat fournit le dernier rapport de contrôle interne réalisé par le RCCI portant sur la mise en œuvre de la politique d'engagement ESG.

## PILIER V – TRANSPARENCE RENFORCEE

### Communication formalisée avec les distributeurs et investisseurs (5.1)

#### **Demandes de précisions :**

Il serait utile de préciser les éléments suivants :

- Le délai de publication de l'inventaire du portefeuille (cf. 5.1.c)) : est-ce le délai entre la date de l'inventaire et la date de publication de l'inventaire ? ou est-ce autre chose ?
- La publication de cet inventaire se fait dans le rapport annuel du fonds.

#### **Propositions de modification de rédaction :**

##### **Exigences du référentiel :**

c) Le fonds publie l'inventaire complet du portefeuille **dans son rapport annuel** pour une plus grande transparence, de façon lisible et accessible pour le grand public, a minima sur une base annuelle avec un délai de 6 mois maximum et le rend accessible sur son site internet sur la page dédiée à l'OPC concerné. Pour chaque ligne en portefeuille, l'inventaire précise le nom de l'émetteur, l'identifiant (ISIN) et le poids en portefeuille. Cette disposition ne concerne pas les fonds professionnels ainsi que les fonds dédiés à 20 porteurs au plus mentionnés à l'article L. 214-26-1.

### Le respect des règles de gestion ISR fait l'objet d'un contrôle interne (5.2)

#### **Propositions de modification de rédaction :**

##### **Exigences du référentiel :**

a) La société de gestion apporte des éléments démontrant que le responsable du contrôle des risques et le responsable de la conformité et du contrôle interne (RCCI) sont sensibilisés aux enjeux spécifiques de la gestion ESG. A ce titre, la bonne application de la stratégie ESG et **l'ensemble** des exigences du présent référentiel font l'objet d'un contrôle interne.

Le fonds possède une organisation du contrôle interne et du contrôle périodique qui lui permet de contrôler, en interne ou via des prestataires de services, la bonne application de la stratégie



# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

ESG ainsi que ~~l'ensemble~~ des exigences du présent référentiel. Le fonds fournit le dernier rapport rédigé dans ce cadre.

## ANNEXE 3 – UTILISATION DES PRODUITS DERIVES

L'AFG n'a pas eu connaissance des travaux sur les dérivés dans le cadre des groupes de travail constitués dans le cadre de la refonte du label ISR. Nous sommes donc très surpris de voir des modifications non discutées apparaître dans l'Annexe 3 et nous nous y opposons fermement.

Nous rappelons que l'utilisation des dérivés, outil efficace de gestion de portefeuille, autorisé depuis 1985 par la Directive OPCVM a fait l'objet de nombreux travaux dans le cadre du Guide de maintenance du label. Tous ces travaux ont permis de clarifier l'utilisation des dérivés avec un cadre contraignant et précis, assurant ainsi de l'absence de risque de dénaturer l'objectif ESG du fonds. Il aurait été utile de continuer ces travaux avec pour but de lever certains héritages du passé, comme la caractéristique provisoire, devenus inutiles/inefficaces avec les nouvelles précisions/contraintes notamment de transparence des dérivés. En l'absence de cette ouverture des discussions, l'AFG souhaite que les propositions nouvelles soient retirées.

Ces propositions sont contreproductives :

- L'usage des dérivés à titre d'exposition n'est pas « exceptionnel », ce mot doit être retiré. Cet usage est consubstantiel à la gestion pour compte de tiers permettant une gestion efficace de portefeuille dans le meilleur intérêt du porteur. Les porteurs ne doivent pas être mis devant le choix de s'exposer à des stratégies ESG ou que leur portefeuille soit géré efficacement et protégé.
- Exiger que le sous-jacent fasse partie de l'univers investissable revient à éradiquer des outils de gestion des risques comme l'exposition temporaire via les dérivés sur titres d'Etat par exemple.

### **Propositions de modification de rédaction :**

[...] Utilisation de dérivés à titre d'exposition : l'utilisation à titre d'exposition doit revêtir un caractère provisoire ~~et exceptionnel~~. Le reporting du fonds et les compléments éventuellement apportés doivent permettre à chaque société de gestion d'expliquer comment elle procède et en particulier d'illustrer le caractère provisoire de l'utilisation de dérivés à titre d'exposition. En outre :

- l'exposition à un titre ou à un indice doit être possible, en particulier pour répondre à un fort mouvement du passif (souscriptions ou rachats) ;
- lorsqu'il s'agit d'un titre, le sous-jacent doit ~~faire partie de l'univers investissable~~ être ESG ;
- lorsqu'il s'agit d'un indice, l'exposition à titre provisoire à l'indice de référence du fonds doit être possible, y compris si cet indice n'est pas ESG.
- L'utilisation de dérivés pour vendre à découvert des titres non ESG (par exemple, achat sec de put sur des titres non ESG) est inappropriée.

# REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION SUR LA REFONTE DU LABEL ISR

## ANNEXE 8 – INFORMATION A FOURNIR CONCERNANT LE SUIVI DE LA PERFORMANCE ESG DU PORTEFEUILLE DU FONDS

L'AFG comprend qu'un des objectifs de la refonte du référentiel du label ISR est d'apporter plus de lisibilité et une meilleure compréhension pour les investisseurs particuliers. La granularité des informations demandées dans le cadre de cette annexe est trop élevée et serait contradictoire avec l'objectif affichée par le Comité du Label.

Comme indiqué à plusieurs reprises dans la réponse, l'AFG ne comprend pas la référence aux organisations tierces externes et propose de supprimer le premier paragraphe de l'Annexe 8.

Par ailleurs, l'AFG estime qu'imposer la publication d'une analyse de l'évolution historique de l'ensemble des indicateurs est une demande démesurée.

Enfin, il est important de rappeler que la comparaison entre l'indicateur et l'indice de référence ne s'impose qu'aux indicateurs de surperformance et non pas aux autres indicateurs PAI.

### **Propositions de modification de rédaction :**

~~Les informations suivantes sollicitées sont accompagnées, le cas échéant, des attestations d'assurance ou de vérification des indicateurs produits par des organisations tierces externes:~~

~~Pour chaque indicateur de durabilité, le fonds devra donner une comparaison entre l'indicateur de suivi et l'indice de référence/univers de départ.~~

Pour chaque indicateur présenté au sein de sa dernière déclaration relative aux principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité, le fonds devra donner :

- Sa couverture en nombre d'émetteurs ou d'encours sous gestion;
- La méthode de calcul retenue lorsque qu'aucune définition n'est précisée par le règlement européen (UE) 2019/2088 (en indiquant les éventuels changements de méthode d'une année à l'autre) ;
- Les éventuelles difficultés rencontrées dans son élaboration, le cas échéant des explications sur les performances observées, ainsi que les mesures prises, mesures prévues et cibles définies pour la période à venir ;
- ~~Une analyse de son évolution sur les trois dernières années (toutefois, il est accepté que pour la première campagne de labellisation les indicateurs ne portent que sur l'année N & N-1);~~
- ~~Une comparaison entre l'indicateur de suivi et l'indice de référence/univers de départ..~~



**AFG**

Ensemble, s'investir  
pour demain