19 novembre 2026

Référentiel du label ISR pour le capital-investissement

Réponse de WEASTEM à la consultation publique

WEASTEM est un cabinet de conseil en stratégie qui accompagne l'accélération des transitions dans le secteur financier européen depuis 2011, en particulier en actifs non cotés. C'est dans cette perspective que nous abordons cette contribution : apprécier la capacité du label à orienter les financements vers les transitions, tout en conciliant ambition, lisibilité pour les investisseurs et pragmatisme de mise en œuvre.

Nous appliquons les considérations suivantes :

- *Le label devrait favoriser le fléchage de l'épargne et des actifs institutionnels vers le financement d'activités économiques nécessaires aux transitions des économies françaises et européennes dans le contexte actuel de polycrise.*
- *Un nouveau label de finance durable devrait renforcer la confiance des investisseurs et la transparence. Les gains attendus — en transparence, en comparabilité ou en assurance — doivent toutefois rester proportionnés à la charge induite, sans reporting ni bureaucratie superflus.*

Notre contribution s'articule autour de quatre questions clés, qui permettent d'évaluer la pertinence du label, sa valeur ajoutée et les conditions de son utilisation.

Le label favorise-t-il la confiance des épargnants et le fléchage des actifs vers les transitions ?

Le projet de label pour le capital-investissement certifie, au niveau du fonds, la démarche d'intégration ESG mise en œuvre par la société de gestion (« GP »). Il porte donc avant tout sur des processus, sans garantir que les produits et services des entreprises financées constituent des solutions environnementales ou sociales.

Nous regrettons ce décalage avec ce que les épargnants peuvent attendre d'un label : une assurance sur la nature des actifs financés. Les études suivantes éclairent cette préoccupation, en documentant leur confiance dans la finance responsable et leur perception des activités financées **:**

- Selon le baromètre OpinionWay pour l'AMF (2025), la confiance dans les placements responsables reste fragile : 59 % des Français doutent qu'ils le soient vraiment et seuls 44 % leur reconnaissent un réel impact environnemental. Pourtant, 76 % jugent ce sujet important.
- L'étude Ifop pour le FIR « Les Français et la finance responsable » (septembre 2026) éclaire les activités que les épargnants associent à un investissement responsable, notamment celles qui apportent des solutions :
    - pour qu'un investissement soit considéré comme responsable, 62 % des répondants citent le fait d'investir dans certains secteurs, comme la santé ou les énergies renouvelables.
    - les épargnants jugent également le photovoltaïque (79 %), l'éolien (73 %) et l'hydrogène (66 %) compatibles avec un investissement responsable, en répondant « oui, plutôt », contre 24 % pour le pétrole, 16 % pour le charbon et 10 % pour le tabac.

Si les exclusions prévues à l'annexe 5 du label non-coté sont utiles, elles nous semblent trop limitées pour éviter les malentendus.

- Elles ne couvrent ainsi ni l'exposition existante aux hydrocarbures conventionnels, ni les émissions absolues élevées, ni, de façon suffisamment explicite et opérationnelle, les expositions indirectes via des filiales, coentreprises, co-investissements ou actifs sous-jacents.

Aussi, un épargnant pourrait penser financer des activités plus durables ou à impact, alors que le label certifie principalement un processus ESG. Cette ambiguïté risque de fragiliser la confiance des épargnants dans le non-coté, alors que l'intérêt des particuliers pour cette classe d'actifs se développe. L'enjeu est d'autant plus important que les TPE, PME et ETI ont des besoins de financement de long terme de plus en plus pressants pour faire face aux transitions sociales et environnementales.

Nous appelons donc à faire évoluer le label au-delà de la certification des processus ESG, vers une certification de la nature des activités sous-jacentes, notamment de leur contribution à des solutions environnementales et sociales. L'objectif est de donner aux épargnants une assurance plus claire sur ce que leurs investissements financent réellement.

Quelle place aurait ce label aux côtés des labels et certifications existants ?

Les investisseurs institutionnels utilisent déjà plusieurs cadres pour analyser les processus ESG des sociétés de gestion dans le non-coté. Les piliers du label ISR Capital Investissement les recoupent en grande partie. Son intérêt éventuel de la part des investisseurs institutionnels dépend donc de l'assurance supplémentaire qu'il apporterait.

Les paramètres suivants permettent d'en apprécier la valeur ajoutée éventuelle :

- Les PRI **évaluent l'organisation signataire, et non le fonds** ; le rapport complet reste confidentiel, sauf si la société de gestion le communique.
- Le règlement SFDR impose des **obligations de transparence** plutôt qu'un standard de qualité audité.
- L'EDCI **standardise des indicateurs, mais pas des pratiques**.
- Ces initiatives ne prévoient de processus d'audit similaires à celui proposé par le label.

Compte tenu de la charge de travail supplémentaire inéluctable pour obtenir le label, nous proposons les évolutions suivantes pour renforcer la valeur perçue additionnelle par les institutionnels :

- L'audit pourrait **vérifier la manière dont les pratiques sont appliquées et leur efficacité**, et pas seulement l'existence de documents.
- L'audit pourrait **accepter comme éléments de preuve** les rapports PRI, les publications périodiques SFDR et les données EDCI de contenu équivalent, afin que les sociétés de gestion puissent adapter leur reporting existant plutôt que produire un nouveau jeu de documents.
- Le label devrait **s'aligner sur les futures catégories SFDR 2.0** (Transition, ESG Basics et Sustainable), réutiliser leurs informations et expliquer, une fois SFDR 2.0 mis en œuvre, en quoi la labellisation apporte une valeur ajoutée par rapport à ces catégories.

Dans sa forme actuelle, le label ISR Capital Investissement apporterait une valeur ajoutée limitée et peinerait donc à trouver une place clairement distincte aux côtés des cadres existants. Cette place pourrait toutefois se justifier s'il apportait une assurance indépendante, en s'appuyant autant que possible sur les informations déjà produites par les sociétés de gestion.

Le label est-il suffisamment exigeant et sélectif ?

Dans sa forme actuelle, certains piliers du label nous paraissent **relativement faciles à** atteindre par les fonds candidats, pour les raisons suivantes :

- **Le marché français du capital investissement est déjà relativement avancé sur les processus ESG.**
    - Selon le baromètre ESG 2024 de France Invest, 83 % des sociétés de gestion répondantes disposaient d'une politique ESG formalisée et publique, et près de la moitié d'une équipe ESG dédiée ; un tiers des membres étaient signataires des PRI en 2020.
    - La plupart des acteurs établis disposent donc déjà des principales briques du label.
- **Le label prévoit des cibles de progrès, mais son maintien dépend du respect de la procédure plutôt que de l'atteinte des résultats annoncés**.
    - Le projet cite une amélioration de 20 % de chaque indicateur sur trois ans comme cible ambitieuse, mais ***à titre indicatif seulement*** (3.1 e). Un fonds peut fixer une cible plus faible s'il la justifie.

- La limite porte surtout sur les ***conséquences en cas de cible non-atteinte*** : le fonds doit alors suivre le processus d'escalade (3.1 g), qui prévoit notamment un plan d'action et l'intégration de critères ESG dans la rémunération des dirigeants (4.1).

Dans sa forme actuelle, le label paraît donc davantage attester l'existence d'un cadre et d'un processus ESG que distinguer les fonds les plus avancés ou garantir l'atteinte de progrès mesurables.

Certains éléments du label nous semblent par ailleurs poser question quant à leur mise en œuvre par les acteurs français du non coté :

- **Les exigences de performance des points 3.1 d) à h) s'appliquent à la quasi-totalité du portefeuille.**
  - Le critère 3.1 i) prévoit que les participations non soumises à ces exigences ne peuvent représenter plus de 10 % du montant investi ou une participation, uniquement dans les cas suivants : redressement judiciaire, procédure collective, cession en cours ou acquisition récente.
  - Cette dérogation ne porte ni sur les exclusions ni sur l'analyse ESG pré-investissement. **Sa portée limitée peut devenir contraignante lorsqu'un fonds rencontre simultanément plusieurs de ces situations dans son portefeuille.**
- **Les exigences seront plus difficiles à remplir pour les fonds minoritaires ou en dette.**
  - Bien que le critère 4.1 adapte les outils d'engagement à l'influence du fonds, les exigences de performance (3.1 d–i) et les données climatiques (annexe 4) s'appliquent à la quasi-totalité des participations, quelle que soit la part détenue. Les fonds de buy-out peuvent obtenir les données et faire respecter les cibles ; les investisseurs minoritaires (capital-risque, croissance minoritaire) et les fonds de fonds ainsi que les fonds de dette dépendent de la coopération des sociétés ou des gérants sous-jacents.
  - Le label est donc **plus facile à obtenir pour les stratégies de contrôle** que pour les stratégies minoritaires, indépendamment de la qualité des pratiques ESG.
- **Les exigences de transparence sont conformes à la philosophie du label depuis sa création, mais** pourraient se heurter aux pratiques usuelles des acteurs du non coté.
  - En particulier, la publication au grand public de l'inventaire complet ne posera pas d'enjeu s'il s'agit uniquement du nom des participations, mais pourrait être une source de difficulté par la plupart des sociétés de gestion en cas d'obligation de publication des NAV (Net Asset Value).

Ces constats appellent une double évolution : renforcer les exigences de progrès tout en adaptant les modalités de mise en œuvre aux contraintes du non-coté.

Nous suggérons donc un modèle associant des processus robustes et des progrès mesurables, fondé sur les principes suivants :

- **Des cibles claires et chiffrées dont le non-respect aurait des conséquences pour le maintien du label**, afin que le processus produise des résultats mesurables.
- **Une évolution progressive** de la vérification des pratiques vers la publication des résultats et de l'impact sur les sociétés, à partir d'un petit nombre d'indicateurs, afin de montrer ce qui change et pas seulement ce qui est fait.
- **Un niveau minimal d'ambition commun à tout le portefeuille**, qui augmente avec le temps et tient compte de la maturité, de la taille et de la capacité du gérant à structurer une démarche ESG, afin de préserver la comparabilité et la sélectivité.
- **Un relèvement du niveau d'exigence** à chaque cycle de labellisation, afin que le label garde une longueur d'avance sur les pratiques de marché.
- **Des incitations directement liées au progrès ESG.** Le projet exige une part significative de critères ESG dans les incitations des équipes de gestion (1.2), mais il pourrait mieux définir cette part,

notamment si elle couvre ou non le *carried interest* et lier les incitations des dirigeants des sociétés en portefeuille au progrès ESG, et pas seulement à l'escalade.

- **Des audits qui vérifient ce qui a été accompli** et comment, notamment si les pratiques appliquées ont un effet direct sur l'amélioration de la performance de durabilité des sociétés en portefeuille, et pas seulement si le processus a été suivi.
- **Une architecture du label à plusieurs niveaux,** allant de la certification des processus à des exigences portant, au-delà des exclusions, sur la durabilité, l'alignement climatique et l'impact mesurable des actifs sous-jacents. Elle pourrait prévoir des exclusions élargies, appliquées en « look-through » ("par transparisation") aux filiales, co-entreprises et co-investissements, ainsi qu'un suivi renforcé avec suspension ou retrait du label en cas de non-conformité. Les investisseurs devraient pouvoir identifier clairement ce que couvre chaque niveau du label et ce qu'il ne certifie pas.

En conclusion, le label sera-t-il utile aux sociétés de gestion et aux investisseurs ?

Le label ne sera utile que s'il apporte une assurance supplémentaire par rapport aux cadres existants, à un coût proportionné.

Pour les investisseurs :

- **Investisseurs particuliers et distributeurs** : un label certifié est plus lisible que les publications SFDR ou les rapports PRI, et plus simple à utiliser au niveau du produit. Cependant sa version actuelle certifie un processus et non la nature des actifs sous-jacents, ce qui peut créer une confusion chez les épargnants et inspirer de la défiance, ce qui serait contraire à l'objectif recherché.
- **Investisseurs institutionnels** : il faut distinguer l'intérêt du label pour l'analyse ESG de son intérêt pour l'allocation. Ces investisseurs utilisent déjà les cadres PRI, SFDR, EDCI et ILPA pour analyser les sociétés de gestion : le label ne devrait donc pas remplacer leurs propres diligences lors de la souscription d'un fonds. En revanche, ceux qui se sont fixé une part de fonds ISR dans leur allocation totale pourraient apprécier de pouvoir y comptabiliser certains fonds non cotés labellisés.

Pour les sociétés de gestion :

- **Avantage** : le principal intérêt des sociétés de gestion serait de contribuer à leurs efforts commerciaux auprès des institutionnels ayant des objectifs de part ISR dans leur allocation ainsi qu'auprès de la clientèle de particuliers, dans un contexte où le capital-investissement devient plus accessible grâce à ELTIF 2.0 et à la loi Industrie verte.
- **Inconvénients** : la charge de mise en œuvre pourrait néanmoins réduire fortement l'intérêt du label pour les sociétés de gestion. Une première incertitude concerne la possibilité de réutiliser les informations existantes (SFDR, PRI, EDCI, etc.) pour l'audit. D'autres contraintes appellent des adaptations comme par exemple : la publication des participations et de leurs pondérations (5.1 c) peut exposer des informations confidentielles ; les données de scope 3 pour chaque participation (annexe 4) sont difficiles à obtenir pour les PME.

Annexe – Recoupement avec les cadres existants

Ce tableau compare les exigences du label pour un fonds de capital-investissement avec ce que couvrent déjà les PRI, le SFDR et d'autres cadres. L'évaluation est indicative et fondée sur des descriptions publiques ; la dernière colonne indique ce que le label apporterait en propre.

Domaine (critère du projet)	PRI	SFDR / ESMA	EDCI	ILPA / France Invest	Apport propre du Label ISR
Objectifs et politique ESG (1.1, 1.2)	Fort	Partiel	Non	Partiel	Objectifs propres au fonds pour E, S et G, fondés sur la double matérialité
Gouvernance, ressources et contrôle interne (2.2, 5.2)	Fort	Partiel	Non	Partiel	Audit, au niveau du fonds, du contrôle interne des exigences ESG
Analyse pré-investissement et due diligence (2.1)	Fort	Partiel	Non	Partiel	Méthodologie documentée et processus de gestion des controverses, vérifiés par l'auditeur
Exclusions (annexe 5)	Non	Partiel	Non	Partiel	Liste commune d'exclusions, vérifiée au niveau du fonds
Analyse climatique (annexe 4)	Partiel	Partiel	Fort	Partiel	Empreinte carbone de toutes les participations et seuil de 35 % de plans de transition pour les participations soumises à une vigilance renforcée
Indicateurs et cibles de performance (3.1)	Partiel	Partiel	Partiel	Partiel	Indicateurs au niveau du fonds et des participations, assortis de cibles d'amélioration à trois ans
Engagement, vote et escalade (4.1, 4.2)	Fort	Non	Non	Partiel	Escalade formalisée en cas de non-atteinte des cibles
Suivi et reporting (5.1, pilier VI)	Fort	Fort	Partiel	Partiel	Inventaire public et évolution sur trois ans pour chaque participation
Assurance indépendante et conséquences	Non	Non	Non	Non	Audit annuel et certification du fonds, avec suspension ou retrait du label

Fort : exigé ou standardisé. Partiel : couvert en partie ou volontaire. Non : non couvert.