France Invest – Commentaires à la consultation publique sur le référentiel ISR capital-investissement

Propos liminaires

France Invest tient à saluer l'ensemble des travaux menés par le Comité du label ISR, initiés au printemps 2024, qui ont permis d'aboutir à la proposition de référentiel aujourd'hui soumise à consultation.

Cette première version du référentiel du label ISR, adaptée aux réalités et aux spécificités de fonctionnement des fonds de capital-investissement, marque une première étape importante pour l'industrie du non-côté. Ce référentiel permettra aux fonds qui le souhaitent, sous réserve de remplir les exigences du référentiel, d'obtenir le label ISR et ainsi de valoriser auprès des investisseurs, particuliers et institutionnels, leurs démarches de prise en compte des enjeux de durabilité et d'accompagnement de leurs participations en matière d'ESG.

Ce nouveau référentiel s'inscrit dans le cadre général du label ISR dont l'objectif est l'amélioration par les fonds labellisés de leurs actifs sous-jacents (entreprises cotées, biens immobiliers, et demain start-ups, PME et ETI non cotées), amélioration suivie et mesurée via une sélection d'indicateurs. Ainsi, cette démarche permet d'engager les sociétés en portefeuille dans des démarches robustes de transition et d'amélioration. En revanche, comme nous l'avions souligné lors des travaux préparatoires, les investissements dans les entreprises « solution » vont ici avoir des difficultés à pouvoir être valorisés. Or, les investissements dans des entreprises développant des produits et/ou services offrant des solutions à des problématiques environnementales et/ou sociale, qui permettent aux autres entreprises de gagner en performances environnementales et/ou sociales, dont les externalités positives peuvent être évaluées, devraient pouvoir être valorisés comme tel. Cela pourrait faire l'objet de travaux dédiés à moyen terme.

Le financement des start-ups, PME et ETI non cotées s'effectue à la fois en fonds propres, quasi-fonds propres ou via de la dette privée. En fonction de l'instrument financier utilisé, les mécanismes d'intégration de l'ESG vont varier. Dans le cadre de la dette privée, l'ESG va notamment pouvoir être intégré via l'analyse ESG et les *Sustainability Linked Bonds* (SLB) /*Sustainability Linked Loans* (SLL)[1], mécanismes qui vont permettre aux fonds de

[1] La dernière étude sur la dette privée est disponible ici : https://www.franceinvest.eu/activite-des-fonds-de-dette-privee-en-france-en-2025/, cf slides 20 à 22 pour les financements ESG. Concernant le fonctionnement des SLL, deux guides de France Invest explique et détaille l'intégration de l'ESG : le Guide des bonnes pratiques pour les financements de dette privée indexés à des critères de durabilité https://www.franceinvest.eu/guide-sustainability-linked-loans/ et le Dette privée et investissement impact : la contribution des prêteurs https://www.franceinvest.eu/dette-privee-et-investissement-impact-la-contribution-des-preteurs/

C2 - Interne

dette privée d'engager des actions ESG avec leurs sociétés en portefeuille. Selon la dernière étude dette privée France Invest et Deloitte, 57 % des opérations réalisées en France présentent un ou plusieurs indicateurs ESG avec variation du taux d'intérêt du financement accordé. Plus précisément, dans plus de la moitié des opérations de mise en place de SLL, trois indicateurs de mesure de la performance ESG étaient retenus. Ainsi, les fonds de dette privée, au même titre que les fonds de capital-investissement, intégrant de façon robuste les critères et enjeux ESG à leur stratégie d'investissement, devraient pouvoir valoriser leurs actions en matière d'intégration des enjeux de durabilité et être éligibles à candidater à l'obtention du label ISR. En conséquence, nous proposons que les mécanismes d'incitation à la mise en place de plan d'action dans les sociétés en portefeuille, mécanismes adaptés aux caractéristiques des fonds de dette privée, dont les SLB/SLL, soient inclus dans le référentiel en y faisant référence aux piliers II, III et IV.

Aussi, afin de prendre en compte l'ensemble des typologies d'investissement et de financement des entreprises non cotées, nous proposons de revoir la dénomination en référentiel ISR « non coté » à la place « d'ISR capital-investissement ».

Commentaires généraux sur les différents piliers du référentiel

De façon générale, sur l'ensemble du référentiel, les pistes d'audit devraient être travaillées de façon collégiale et collective entre auditeurs, Comité et Secrétariat du label ISR et acteurs de la profession. Il nous semble important de préciser dès le début dans le référentiel, dans la colonne « *Points de contrôle, méthode de contrôle, manière de conclure si une exigence ou critère est respecté ou non* » que l'audit du fonds candidat se fonde sur la base des données et informations fournies par le fonds candidat afin d'éviter toute exigence superflue lors de l'audit.

Aussi, le référentiel devrait bien veiller à ce que le cas des fonds en cours de création soit bien pris en considération dans l'ensemble des six piliers du référentiel (comme cela est mentionné à la fin au pilier VI).

Concernant le pilier III, nous proposons plusieurs amendements afin de refléter les moyens à dispositions des fonds de capital-investissement en termes d'intégration ESG (méthode de calcul par rapport aux montants investis, amélioration des indicateurs ESG retenus sur le long terme, 5 ans, calibration du joker etc.).

S'agissant de du pilier relatif à la transparence renforcée (pilier V), nous invitons le Comité du label ISR à revoir la rédaction proposée relative à l'inventaire du fonds labellisé, celui-ci ne devrait pouvoir être mis qu'à disposition des investisseurs du fonds labellisé.

C2 - Interne

I- Critères d'éligibilité

I/ Fonds éligibles :

Sont éligibles les fonds d'investissement alternatifs (FIA) n'ayant pas un effet de levier substantiel au sens de la Directive AIFM qui sont :

- Les fonds de capital (FPCR, FCPI, FIP)
- Les fonds de fonds alternatifs ;
- Les fonds ouverts à des investisseurs professionnels (FPS, FPCI, SLP, SLPS);
- des organismes de financement spécialisé (OFS)

ou

- Les SCR prévues par la loi du 11 juillet 1985.

II/ Organisme de promotion du label

S'engage à adhérer à l'organisme de promotion du label

III/ Cas particuliers

i. Fonds mixtes Corporate / souverains

Tous les types d'obligations « vertes » ou prêts « verts » entrent dans le champ des actifs ISR concernés par le label : celles émises par les entreprises, les collectivités territoriales et par les agences gouvernementales ou internationales publiques.

En dehors des obligations vertes, les titres de créance et de dette émis par les Etats faisant l'objet d'une évaluation ESG peuvent composer jusqu'à 70% du portefeuille et les titres composant le portefeuille restant sont aussi soumis à une évaluation ESG.

Dans le cas où les titres de créance et de dette d'Etat n'ont pas fait l'objet d'une évaluation ESG, alors ils ne peuvent représenter que maximum 50% du portefeuille et les titres composant le portefeuille restant seront soumis à une évaluation ESG.

Les autres dettes souveraines (supranationale, collectivités locales, agences,…) ne sont pas concernées par ces ratios et doivent donc faire systématiquement l'objet d'une évaluation ESG.

ii. Fonds de fonds ou multi-gestion

Les fonds de fonds doivent être investis, pour le moins à 90% dans des fonds ayant le label ISR. Ils doivent en outre démontrer la cohérence de l'approche ISR déployée sur les différents fonds cibles investis, notamment en assurant au global de leurs actifs, identifiés par transparence, le respect des critères de mesurabilité prévus au II A 3.1 (critères de part d'analyse des émetteurs et de réduction de l'univers investissable ESG ou d'amélioration significative de la note ESG pondérée par rapport à l'univers d'investissement initial).

iii. Fonds nourriciers

Les fonds nourriciers sont éligibles au label dès lors que le fonds maître est labellisable, sous réserve des frais de gestion du nourricier.

iv. Actifs solidaires

Les actifs solidaires ne peuvent dépasser 10% du total de l'actif lorsqu'ils ne font pas l'objet d'une évaluation ESG.

v. Mandats de gestion

C2 - Interne

Sont éligibles les contrats de gestion discrétionnaire au sens de l'article L. 321-1 du code monétaire et financier.

La demande d'éligibilité est initiée par le mandant lui-même, dans le cas de mandats conclus avec des clients professionnels au sens de l'article D. 533-11 du code monétaire et financier, notamment pour le compte d'investisseurs institutionnels investissant en compte propre.

Commentaires France Invest

Concernant les fonds de fonds (ii du III Cas particuliers), il semble qu'il y ait eu un copier/coller du référentiel applicable aux valeurs mobilières, les éléments ci-dessous faisant référence aux critères des fonds cotés : « *le respect des critères de mesurabilité prévus au II A 3.1 (critères de part d'analyse des émetteurs et de réduction de l'univers investissable ESG ou d'amélioration significative de la note ESG pondérée par rapport à l'univers d'investissement initial).* »

En pratique, il n'est pas possible de démontrer la cohérence de l'approche ISR déployée sur les différents fonds cibles sous-jacents investis. Les fonds sous-jacents peuvent avoir des indicateurs spécifiques différents sans que cela ne remette en cause l'esprit du label ISR qui cherche à démontrer l'amélioration de la performance ESG globale. Par exemple, un indicateur fonds peut être choisi au niveau du fonds de fonds même s'il n'est pas directement aligné avec les indicateurs des fonds sous-jacents du moment que l'information est disponible pour calculer cet indicateur. Enfin, il arrive que des sociétés de gestion d'actifs privés gèrent des fonds de fonds investis dans leurs propres fonds. C'est notamment le cas pour des fonds ouverts aux investisseurs particuliers : le fonds de fonds permet d'ouvrir aux investisseurs particuliers des stratégies d'investissement jusque-là réservées initialement aux seuls investisseurs institutionnels. Afin d'éviter une multiple labellisation des fonds sous-jacents, nous suggérons que le respect des obligations du label ISR par transparence permette de labelliser le fonds de fonds. Il existe aussi des cas de fonds investis à la fois dans des fonds et directement dans des participations.

En conséquence, nous proposons de reformuler le critère relatif aux fonds de fonds de la manière suivante :

« Les fonds de fonds, ainsi que les fonds mixtes investissant à la fois dans des fonds et directement dans des participations, peuvent être labellisés ISR sous réserve de démontrer le respect des exigences du label sur ***au moins 90 % des montants investis****, selon l'une ou une combinaison des deux modalités suivantes :*

- Labellisation des fonds sous-jacents : *les montants investis dans des fonds eux-mêmes labellisés ISR sont considérés comme satisfaisant aux exigences du label.*

- Analyse par transparence : *les montants investis dans des fonds non labellisés ISR ou directement dans des participations peuvent être pris en compte dès lors que la société*

de gestion démontre, par transparence, le respect des exigences applicables du label au niveau des participations sous-jacentes.

Ces deux modalités peuvent être combinées pour atteindre le seuil de 90 %, sans obligation de labellisation individuelle de l'ensemble des fonds sous-jacents. »

Aussi, le I/ Fond éligibles devrait être complété afin de permettre aux fonds de droits étrangers et commercialisés en France de candidater à l'obtention du label. L'exemple du préambule du label Greenfin pourrait être ici repris : *« En tant que label public, le label ISR~~Greenfin France Finance Verte~~ se doit d'être ambitieux. De plus, bien qu'inscrit dans la norme juridique française, ce label peut s'appliquer à des fonds financiers d'autres pays de l'Union Européenne ou de pays tiers. »*

Enfin, concernant les actifs solidaires, la référence aux 10% « *les actifs solidaires ne peuvent dépasser 10% du total de l'actif lorsqu'ils ne font pas l'objet d'une évaluation ESG* » provenant des fonds cotés 90/10 solidaires ne devrait pas avoir à s'appliquer ici.

C2 - Interne

II- Critères de labellisation

Pilier I- Les objectifs recherchés par le fonds au travers de la prise en compte des critères ESG pour les participations

Critère 1.1- Les objectifs généraux, financiers et spécifiques ESG recherchés par la prise en compte de critères ESG dans la politique d'investissement sont clairement décrits dans les documents règlementaires et commerciaux destinés aux investisseurs.

a) Le candidat fournit les informations suivantes ou répond aux questions suivantes :
i Quels sont les objectifs généraux recherchés par la prise en compte de critères ESG dans la politique d'investissement, notamment, le cas échéant, au regard du suivi des performances ESG des émetteurs (cf. Pilier VI) ? Comment sont-ils définis et décrits aux investisseurs ?
ii Avez-vous des objectifs de nature financière (surplus de performance à moyen terme, réduction du risque, ou arbitrage rentabilité / risque, etc.) ou autres (éthiques, etc.) liés à la prise en compte des critères ESG ? Si oui lesquels, et comment sont-ils définis et décrits aux investisseurs ?
b) Les objectifs ESG du fonds candidat sont cohérents avec la notion de double matérialité. À ce titre, le fonds candidat met à disposition les éléments permettant de démontrer :
i qu'il prend en compte les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance pouvant avoir une incidence négative sur la valeur financière de ses investissements. Il fournit les éléments présentant la façon dont les risques de durabilité sont intégrés dans ses décisions d'investissement, au sens de l'article 3, paragraphe 1 du règlement européen (UE) 2019/2088 ;
ii qu'il prend en compte l'effet de ses investissements sur les critères E, S et G. A ce titre, 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.

Critère 1.2- Les objectifs spécifiques ESG recherchés par la prise en compte de critères ESG dans la politique d'investissement sont intégrés dans la gestion des rémunérations de l'équipe de gestion

a) La société de gestion du fonds candidat démontre que les mécanismes d'incitation financière des équipes de gestion intègrent une part significative de critères ESG liés aux investissements.
b) La société de gestion publie la part des mécanismes d'incitation financière indexée sur ces critères.

Commentaires France Invest

Sur le critère 1.1

Au i et ii) du a) les exigences issues des questions posées peuvent être interprétées de diverses manières. Quel est le niveau d'exigence attendu dans la réponse à ces interrogations ? Sur le ii) quelle serait la conséquence si le fonds candidat répond « non » ?

Il est indiqué dans le point de contrôle de l'audit que « *un fonds candidat qui ne déclare pas d'objectifs précis sur chacun des trois piliers environnemental, social et de*

C2 - Interne

gouvernance ne satisfait pas le présent critère. » Ici encore, cela pose question, par exemple, est ce que le fonds candidat démontrant avoir un objectif positif social 'X' et gérant les risques sur les piliers environnement et gouvernance satisferait l'exigence posée ?

De façon plus générale, sur l'ensemble du référentiel, les pistes d'audit devraient être travaillées de façon collégiale & collective entre auditeurs, Secrétariat du label et acteurs de la profession.

Au ii du b), la rédaction « *lorsque les informations visées…* » ne semble pas alignée avec l'obligation de publier le rapport PAI par le fonds labelisé ISR prévue au pilier VI.

Sur le critère 1.2

La référence à des « *mécanismes d'incitation financière* » permettra aux fonds candidats de bénéficier d'une flexibilité bienvenue dans le choix du mécanisme retenu devant intégrer des critères ESG liés aux investissements. Cependant, les mots « *une part significative* » risquent ici également de poser un sujet d'interprétation entre auditeurs. Comme le critère prévoit la publication par le fonds labellisé de la part des mécanismes d'incitation financière indexée à des critères ESG liés aux investissements, par exemple, cette part pouvant être de 5, 10, 15 ou 20%, nous proposer de supprimer le mot « significative ». L'exigence de transparence permettra aux investisseurs du fonds labellisés d'être informés sur ce sujet.

C2 - Interne

Pilier II- Méthodologie d'analyse des participations mise en œuvre par la société de gestion de portefeuille

Critère 2.1- La méthodologie d'évaluation ESG est décrite de façon claire et la société de gestion du fonds démontre sa capacité à prendre en compte ces critères dans sa politique d'investissement.

a) La société de gestion du fonds candidat fournit la documentation accessible aux investisseurs décrivant :

- la méthode d'évaluation ESG ;
- en quoi la mise en œuvre de cette méthode influe sur sa politique d'investissement.

b) La société du fonds candidat fournit une présentation des outils et méthodologies d'analyse ESG des participations en amont de l'investissement (à partir d'outils et grilles internes interne ou externalisé), et démontre la prise en compte systématique des éléments suivants avant tout nouvel investissement :

i Une analyse de la conformité aux réglementations en cours, avec une attention particulière portée aux réglementations extra-financières ;

ii Le respect des critères d'exclusion définis en annexe 5 ;

iii Une analyse de matérialité de l'ensemble des enjeux ESG, suivie d'une analyse extra-financière cohérente avec les enjeux identifiés. Une attention particulière est portée à l'ensemble des Principale(s) Incidence(s) Négative(s)[2] ;

iv Au sein de l'analyse ci-dessus, une prise en compte particulière des enjeux climatiques : le détail des informations à fournir fait l'objet de l'annexe 4.

v La tenue d'entretiens avec les dirigeants, et la façon dont ils permettent au fonds candidat de présenter ses objectifs ESG, d'identifier les enjeux extra-financiers de la participation et ceux qui pourront faire l'objet d'un objectif d'amélioration dans le cadre du critère 3. L'absence d'entretien avec la direction en amont de l'investissement devra être justifié.

vi L'identification des potentiels écarts mineurs avec les outils et méthodologies présentés, et qui ne sont pas bloquants dans le cadre de l'investissement. Le fonds présente la façon dont ces écarts sont formalisés, ainsi que les plans d'action et le suivi mis en place pour leur résolution dans un délai raisonnable (en lien avec par exemple avec le plan des 100 jours, décrit au critère 4.2).

c) Le fonds démontre que l'analyse ESG de l'ensemble des participations en portefeuille fait l'objet d'un suivi dans le temps. À ce titre, le fonds candidat s'assure, sur base *a minima* annuelle, que les éléments ayant été utilisés en préinvestissement afin d'aboutir à la décision d'investissement sont toujours valides, et les met à jour le cas échéant (reporting quantitatif, modification de politiques internes, etc). En cas de changement structurant identifié, un plan d'action formalisé est mis en place.

d) La société de gestion apporte une attention particulière à l'identification, l'analyse et le suivi des controverses, en phase de préinvestissement et durant toute la durée de vie de l'actif en portefeuille. A cet effet, la société de gestion fournit sa politique de prévention et de vérification des controverses, et précise l'ensemble des critères suivants :

i son processus d'identification des controverses (sources, processus de veille). En phase de préinvestissement, une attention particulière est portée aux potentiels incidents passés ;

ii sa méthodologie d'analyse des controverses identifiées. La méthodologie doit aboutir à une classification des controverses selon trois dimensions (par exemple : grave, avérée, répétée) ; et à l'identification des controverses en lien avec les objectifs ESG du fonds ;

[2] telles que décrites par le règlement européen (UE) 2019/2088 (notamment les normes techniques mentionnées à l'article 4, paragraphes 6 et 7).

C2 - Interne

iii le processus d'escalade et les typologies d'actions et de temporalité découlant de l'analyse des différents niveaux de controverses identifiés en lien avec le critère 4.1;
iv les conditions de levée des mesures prises à l'égard des participations faisant l'objet d'une controverse ;
v l'organisation interne mise en place ainsi que les outils de suivi des décisions prises ;
vi le fonds fournit les comptes-rendus formalisés des décisions relatives aux controverses passées sur l'année écoulée.

Critère 2.2- La société de gestion du fonds met en œuvre des moyens internes ou externes fiables pour conduire son analyse et démontre un effort réel d'analyse et de compréhension des informations dont elle dispose.

a) La société de gestion du fonds candidat présente ses différentes sources de données extra-financières et la façon dont il les utilise dans ces analyses. Dans ce cadre, il fournit notamment les informations suivantes :
i liste nominative des sources d'information internes et externes utilisées dans le cadre de l'analyse ESG, ainsi que les outils et processus de collecte associés;
ii les potentiels contrats conclus actifs avec ces tiers au moment de la date de la candidature, ainsi que la méthodologie d'utilisation des données associées.
b) La société de gestion du fonds candidat fournit les informations sur les moyens humains consacrés en interne à l'analyse ESG, notamment :
- taille et niveau d'expertise des équipes de recherche et d'analyse ESG (formation, années d'expérience, ...) ;
- actions de formation à l'analyse ESG, notamment les formations certifiantes (AMF finance durable, CESGA, CFA ESG, ESG Essentials, etc.) ou reconnues, en interne et en externe avec les acteurs de la place, et le temps consacré par la société de gestion à la formation continue ; communication en interne (gérants, commerciaux...) des analyses de durabilité réalisées.

Commentaires France Invest

Sur le critère 2.1

Au a) il indiqué que le fonds candidat fournit la documentation accessible aux investisseurs décrivant la méthode d'évaluation ESG. Quel est le niveau de précision attendu ici dans la description de la méthode d'évaluation ESG ? Selon nous, cette exigence devrait être considérée remplie via une description des diverses thématiques évaluées et non par la fourniture des grilles d'analyse ESG.

Au i) du b), préciser que sont visées les réglementations applicables à la cible de l'investissement.

S'agissant de l'obligation prévue au c), le fonds candidat devant s'assurer que les éléments utilisés en préinvestissement sont toujours valides post investissement, cette obligation devrait être l'objet d'une logique de best effort. Nous proposons la rédaction suivante :

« *Le fonds démontre que l'analyse ESG de l'ensemble des participations en portefeuille fait l'objet d'un suivi dans le temps. À ce titre, le fonds candidat s'assure, sur base a minima annuelle et dans une logique de meilleurs efforts, que les éléments ayant été utilisés en préinvestissement afin d'aboutir à la décision d'investissement sont toujours valides, et les met à jour le cas échéant…* »

Concernant le ii) du d) « *sa méthodologie d'analyse des controverses identifiées. La méthodologie doit aboutir à une classification des controverses selon trois dimensions (par exemple : grave, avérée, répétée); et à l'identification des controverses en lien avec les objectifs ESG du fonds* », nous proposons d'indiquer que la méthodologie d'analyse prenne en compte plusieurs dimensions comme le risque financier, le risque de réputation etc. En conséquence, nous suggérons de revoir la rédaction comme suit : « *sa méthodologie d'analyse des controverses identifiées. La méthodologie doit permettre de considérer les controverses selon plusieurs dimensions (exemples : selon le risque financier, le risque de réputation etc.) ~~aboutir à une classification des controverses selon trois dimensions (par exemple : grave, avérée, répétée);~~ et à l'identification des controverses en lien avec les objectifs ESG du fonds* ».

C2 - Interne

Pilier III- La prise en compte des critères ESG dans la construction et la vie du portefeuille

Critère 3.1- La stratégie ESG est définie de façon explicite, et le résultat de la mise en œuvre de cette stratégie est mesuré.

a) Le fonds candidat fournit un inventaire complet et à jour couvrant toutes les catégories d'actifs de son portefeuille y compris les liquidités (incluant le nombre de participations et les dernières valorisations retenues) en précisant notamment, pour chaque participation : l'indicateur choisi, la cible retenue et le suivi annuel tels que décrits dans le critère 3.1.c ;

b) Le fonds démontre que l'ensemble des participations en portefeuille est soumis à une analyse ESG en préinvestissement et en suivi annuel selon les exigences du critère 2.1

c) Le calcul des exigences et pourcentages exprimés ci-dessous sont calculés via l'utilisation de la valeur nette (NAV). Le recours à une autre méthode de calcul devra être justifié.

d) Le fonds candidat démontre que le résultat de la mise en œuvre de sa stratégie ESG est mesurable. Pour cela, il s'appuie sur 2 types d'indicateurs extra-financiers :

i Un indicateur au niveau du fonds. Il justifie a priori le choix de cet indicateur, et en quoi il est le plus cohérent avec les objectifs ESG du fonds. Le fonds sélectionne l'indicateur parmi les indicateurs de durabilité concernant les incidences négatives (tels que décrits par le règlement (UE) 2019/2088 et définis par les normes techniques mentionnées à l'article 4, paragraphes 6 et 7), ou, le cas échéant, parmi les indicateurs définis au sein de la Recommandation (UE) 2025/1710 de la Commission concernant une norme volontaire d'information en matière de durabilité pour les petites et moyennes entreprises (VSME). Dans le cas où le fonds est en capacité de justifier de l'absence d'indicateurs de durabilité en lien avec ses objectifs ESG, il pourra sélectionner un indicateur de performance de son choix, en lien avec les thématiques de durabilité du règlement UE 2019/2088.

ii Un indicateur au niveau de chaque participation. Il justifie a priori le choix de cet indicateur, et en quoi il est le plus cohérent avec les objectifs et enjeux ESG de la participation. Pour chaque participation, le fonds démontre la pertinence de l'indicateur choisi au regard de se enjeux ESG.

e) Pour chaque indicateur, le fonds définit une cible significative visant une amélioration de l'indicateur à moyen terme (3 ans) et démontre au certificateur en quoi cette cible est ambitieuse et pertinente au regard des pratiques et réglementations en vigueur. A titre informatif, 20% est considéré comme une cible ambitieuse.

f) Ainsi, pour chaque participation, le fonds présente :

i Pour l'indicateur commun au fonds, la mise en place de plans d'amélioration visant l'atteinte de la cible définie à moyen terme (3ans), la façon dont ils sont formalisés (documentation juridique, plan de 100 jours, etc..), ainsi que le suivi de leur bonne mise en œuvre. Dans le cas d'une participation qui aurait déjà atteint la cible définie, le fonds présente ce qui est mis en place pour maintenir la performance.

ii Pour les indicateurs spécifiques, la mise en place de plans d'amélioration visant l'atteinte de la cible définie à moyen terme (3 ans), la façon dont ils sont formalisés (documentation juridique, plan de 100 jours, etc..), ainsi que le suivi de leur bonne mise en œuvre.

g) En cas de non-atteinte des objectifs fixés, le fonds met en œuvre son processus d'escalade décrit par le critère 4.1.

C2 - Interne

h) Le fonds candidat mentionne dans sa documentation juridique ~~règlementaire~~ l'indicateur de performance sélectionné au niveau du fonds, et décrit la manière dont les indicateurs spécifiques à chaque participation sont définis.

i) La majorité des participations en portefeuille est soumise à une exigence de performance. Ainsi, la part des participations non soumises aux exigences des points d) à h) ci-dessus ne pourra excéder 10% du montant investi ou une participation. Seuls les cas de participation en redressement judiciaire, en procédure collective ou des participations en cours de cessions ou récemment acquises sont des justifications valables pour ce critère.

Commentaires France Invest

Concernant l'obligation prévue au a) de publication de l'inventaire, n'y a-t-il pas une redite avec l'obligation prévue au pilier VI ?

S'agissant de la méthode de calcul prévue au c), nous proposons de supprimer le c) et d'amender le d) de la façon suivante :

Le fonds candidat démontre que le résultat de la mise en œuvre de sa stratégie ESG est mesurable. Pour cela, il s'appuie sur 2 types d'indicateurs extra-financiers :

i Un indicateur au niveau du fonds. Il justifie a priori le choix de cet indicateur, et en quoi il est le plus cohérent avec les objectifs ESG du fonds. Le fonds sélectionne l'indicateur parmi les indicateurs de durabilité concernant les incidences négatives (tels que décrits par le règlement (UE) 2019/2088 et définis par les normes techniques mentionnées à l'article 4, paragraphes 6 et 7), ou, le cas échéant, parmi les indicateurs définis au sein de la Recommandation (UE) 2025/1710 de la Commission concernant une norme volontaire d'information en matière de durabilité pour les petites et moyennes entreprises (Voluntary standard, VS). Dans le cas où le fonds est en capacité de justifier de l'absence d'indicateurs de durabilité en lien avec ses objectifs ESG, il pourra sélectionner un indicateur de performance de son choix, en lien avec les thématiques de durabilité du règlement UE 2019/2088. *Le calcul de cet indicateur s'exprime en recourant aux montants investis.*

ii Un indicateur au niveau de chaque participation. Il justifie a priori le choix de cet indicateur, et en quoi il est le plus cohérent avec les objectifs et enjeux ESG de la participation. Pour chaque participation, le fonds démontre la pertinence de l'indicateur choisi au regard de se enjeux ESG. *Le calcul de l'amélioration de l'indicateur retenu s'exprime par le recours à une méthode de calcul appropriée*.

Le i) du d) fait référence aux « thématiques de durabilité » de SFDR. Nous suggérons d'insérer une note de bas de page afin de lister les diverses thématiques visées (climat & environnement, social, travailleurs, anti-corruption, droits humains).

L'exigence prévue au e) concernant l'exigence d'une amélioration significative à moyen terme (3 ans) soulève plusieurs commentaires de notre part :

- La fixation de l'objectif d'amélioration devrait être précisée. Dans la pratique, les objectifs sont fixés avec la participation plusieurs mois après la réalisation de l'investissement après de multiples échanges avec l'équipe dirigeante de

l'entreprise. Par conséquent, nous proposons l'amendement suivant : « Pour chaque indicateur, le fonds définit *post-investissement, au maximum dans les 18 mois,* une cible significative visant une amélioration de l'indicateur.... »

- La référence à une amélioration significative à moyen terme, 3 ans, n'est pas alignée avec la durée moyenne d'accompagnent d'une participation par un fonds. En pratique, selon les données France Invest, cette durée est de l'ordre de 5 à 7 ans. Aussi, compte tenu du délai post acquisition de définition de la cible d'amélioration significative de l'indicateur retenu, nous proposons que la référence au moyen terme (3 ans) constitue un jalon intermédiaire et d'ajouter une référence à une amélioration de l'indicateur à long terme au bout de 5 ans : « Pour chaque indicateur, le fonds définit *post-investissement, au maximum dans les 18 mois,* une cible significative visant une amélioration de l'indicateur à long~~moyen~~ terme (5~~3~~ ans) et démontre au certificateur en quoi cette cible est ambitieuse et pertinente au regard des pratiques de marché,~~et~~ réglementations en vigueur et cadres existants. Le fonds candidat s'attache à définir un objectif d'amélioration intermédiaire à moyen terme (3 ans) ». Cet objectif d'amélioration intermédiaire à moyen terme (3ans) constitue ainsi un jalon intermédiaire permettant d'apprécier la progression au regard de la cible finale à 5 ans. En conséquence, nous proposons d'aligner dans les exigences suivant le e) la référence au long terme (5 ans) à la place de moyen terme (3 ans).
- S'agissant de la dernière phrase « *A titre informatif, 20% est considéré comme une cible ambitieuse*. », nous proposons que soit ajoutée en note de bas de page que la référence au 20% constitue bien uniquement une illustration, dans la pratique une amélioration par exemple de 15% sur un indicateur spécifique pour une entreprise X avec ses réalités pouvant déjà constituer un objectif d'amélioration significatif et très ambitieux, le niveau de maturité de l'entreprise rentrant ici largement en compte.
- Enfin, nous nous interrogeons quant à la détermination de l'indicateur commun. Est-ce qu'un fonds pourrait choisir un objectif de type « progression de la part de la Taxonomie » ? (en faisant progresser la part du chiffre d'affaires alignée avec la Taxonomie dans chacune des participations).

Concernant le i) relatif au fonctionnement du « joker », nous proposons de revoir la rédaction de ce paragraphe comme suit :

« La majorité des participations en portefeuille est soumise à une exigence de performance. Ainsi, la part des participations non soumises aux exigences des points d) à h) ci-dessus ne pourra excéder 20~~10~~% du montant investi ou deux ~~une~~ participations. Les~~Seuls les cas de~~ participations en redressement judiciaire, en procédure de sauvegarde, en procédure collective, ou liquidation judiciaire, ~~ne~~ sont pas prises en compte dans le calcul de ce ratio ».

C2 - Interne

Tout en permettant de bien conserver un haut niveau d'exigence de performance sur la majorité du portefeuille, ce rehaussement permettra de prendre en considération certaines situations complexes pouvant se déclarer post acquisition et sur lesquelles les marges de manœuvre des fonds sont limitées (par exemple, une entreprise se retrouvant dans une situation de controverse sociale ou de gouvernance qui entrainerait des difficultés à suivre le plan d'amélioration et la réalisation des objectifs ESG).
A noter que s'agissant des participations en cours de cession, en fonction de l'état d'avancement de cette cession (proche ou non du deal), la possibilité de collecter des données via le reporting et ou des demandes ad hoc peut s'avérer plus compliquée et par conséquent, il peut être moins aisé de justifier de l'état d'avancement de l'entreprise.

Enfin, nous proposons que l'objectif d'amélioration significative ne porte que sur l'indicateur retenu au niveau de chaque participation et non sur l'indicateur commun au niveau du fonds. Dans le cadre des fonds de capital-investissement « traditionnels », la période d'investissement peut durer plusieurs années entrainant une fluctuation du portefeuille, les cessions et sorties des entreprises du fonds entrainant également des fluctuations. Ces entrées et sorties auraient pour conséquence de faire varier à la hausse, ou à la baisse, notamment si les entreprises ne sont pas matures, l'indicateur commun.
Cela est d'autant plus vrai si l'indicateur choisi est un indicateur mesuré en valeur absolue (ex : tonnes de CO2 évitées), ajouter ou retirer des participations ferait mécaniquement augmenter ou baisser l'indicateur commun fonds.

Aussi, dans le cas des fonds evergreen, dont la spécificité est de ne pas avoir de période de fin d'investissement, qui vont procéder à des investissements et des sorties sur toute la durée de leur vie, la définition d'un objectif d'amélioration significative n'aurait pas de sens puisque l'entrée en portefeuilles de nouvelles sociétés moins matures peut faire « reculer » l'indicateur au niveau du fonds.

C2 - Interne

Pilier IV- La politique de vote et d'engagement ESG avec les participations

Critère 4.1- La politique d'engagement ESG et les moyens mis en œuvre sont cohérents avec les objectifs du fonds.

a) À ce titre, il met en place des mécanismes de dialogue régulier ainsi que des outils et processus formalisés en préinvestissement et durant la vie du portefeuille, et présente :

i la façon dont les enjeux ESG sont intégrés aux ordres du jour et discutés lors du Conseil d'administration et/ou Comité de direction ;

ii la mise en place de plans d'action visant l'atteinte des objectifs ESG une fois l'investissement dans la participation réalisé (plan de 100 jours par exemple). Ce plan d'action ESG devra notamment permettre de résoudre écarts mineurs identifiées en phase de préinvestissement dans le cadre du critère 2.1.b.vi;

iii sa potentielle participation aux actions collectives avec les co-investisseurs favorisant l'atteinte des objectifs ESG du fonds.;

iv son processus d'escalade formalisé (notamment : initiation du dialogue, renforcement du dialogue, proposition de dilution des parts ...). L'absence d'escalade formalisée dans les cas suivants fait l'objet d'une justification valable :

- participations en portefeuille ne respectant plus les critères d'exclusions définis en annexe 5. Dans ce cas, le processus d'escalade prévoit la mise en place d'un plan de remédiation limité dans le temps, visant la remise en conformité de la participation avec les critères du référentiel ou la mise en place d'un plan d'arbitrage. Le fonds fait alors preuve de transparence sur les cas concernés ;
- participations en portefeuille ne respectant pas les objectifs fixés concernant les indicateurs de performances, dans le cadre du critère 3.1. Dans ce cas, le processus d'escalade prévoit l'ajout d'un point exceptionnel à la prochaine réunion de l'instance de direction adéquate permettant de formuler un plan d'action visant à résoudre ce point, ainsi que l'intégration de critères ESG au calcul de la rémunération des dirigeants ;

v La façon dont les enjeux ESG et les éléments mentionnés ci-dessus sont discutés et formalisés durant la phase de préinvestissement, notamment au sein de la documentation juridique encadrant l'investissement (pacte d'actionnaire, contrat d'émission, etc...). Dans ce cadre, le fonds démontre les meilleurs efforts réalisés pour y formaliser les objectifs en lien avec les critères du présent référentiel. Notamment, l'absence de formalisation des points ci-dessous fait l'objet d'une justification valable :

- l'ajout d'un point ESG spécifique à l'ordre du jour de l'instance de direction au moins une fois par an ;
- la façon dont des critères ESG pourront être intégrés au calcul de la rémunération des dirigeants notamment en cas de non-respect des objectifs ;
- la réalisation et la mise à jour du bilan carbone, en lien avec l'annexe 4

Le fonds présente la façon dont les mécanismes et outils ci-dessus sont adaptés en fonction de sa capacité d'influence (type d'investissement, part du capital détenue, coalitions d'actionnaires en place, ...) et tout autre élément pouvant influencer sa capacité à s'assurer du respect de ces objectifs ESG.

Critère 4.2 - La politique générale de vote et les moyens mis en œuvre sont cohérents avec les objectifs du fonds.

a) La politique de vote doit avoir été formalisée par la société de gestion et publiée sur le site internet de la société de gestion. La société de gestion décrit sa politique de vote et montre en quoi cette politique de vote est cohérente avec les objectifs de durabilité du fonds.

C2 - Interne

La société de gestion publie sur son site internet, le cas échéant sur la page dédiée au fonds, le dernier rapport d'exercice de la politique de vote. Le taux d'exercice des droits de vote est significatif (plus de 90% des assemblées générales des entreprises françaises et plus de 70% des assemblées générales d'entreprises non françaises). Le fonds candidat justifie les cas pour lesquels les droits de votes n'ont pas été exercés.

Commentaires France Invest

Au iv) du a) nous proposons de faire référence « *aux instances de gouvernance* (ex : au niveau du CA) » à la place de « *instance de direction adéquate* (ex : au niveau du Codir ou autre) ».

La référence à « l'intégration de critères ESG au calcul de la rémunération des dirigeants » aurait davantage sa place au début du paragraphe : « son processus d'escalade formalisé (notamment : initiation du dialogue, renforcement du dialogue, proposition de dilution des parts, *l'intégration de critères ESG au calcul de la rémunération des dirigeants* ...). »

Sur la rémunération des dirigeants de l'entreprise, nous proposons plutôt de parler de mécanismes d'incitation financière des dirigeants de la participation : « *la façon dont des critères ESG pourront être intégrés au calcul des mécanismes d'incitation financière des dirigeants notamment en cas de non-respect des objectifs* ». Cette rédaction permettrait à la fois de couvrir la rémunération variable du dirigeant mais aussi de dispositifs comme les management packages indexés à l'atteinte de critères ESG. Viser les mécanismes d'incitation financière revêt une importance significative afin de permettre aux fonds minoritaires de pouvoir candidater à l'obtention du label ISR. Si un actionnaire minoritaire n'a pas toujours la main pour décider in fine de la rémunération variable du dirigeant de l'entreprise, il peut toutefois agir par d'autres moyens comme celui de l'intégration d'un ou plusieurs indicateurs ESG comme critère du management package du dirigeant de l'entreprise.

Concernant la référence à « la réalisation et la mise à jour du bilan carbone, en lien avec l'annexe 4 », nous proposons :

- Que le bilan carbone soit mis à jour à une fréquence maximale de 3 ans (et non tous les 2 ou 3 ans),
- Pour les entreprises sur des secteurs à fort impact climatique, la mise à jour annuelle du bilan carbone n'apparait pas forcément pertinente pour toutes les entreprises. Exemples :
    - Des producteurs d'EnR, (panneaux solaires ; éoliennes), l'enjeu ici est va être les émissions évitées.
    - Entreprises de commerce de gros et de détail. Il n'est pas aisé de faire un bilan carbone scope 3 pour une entreprise distribuant des produits dentaires (ex : bilan carbone d'une seringue d'anesthésie).

- En conséquence, nous proposons pour les entreprises des secteurs à fort impact climatique que la mise à jour annuelle du bilan carbone ne puisse porter que sur les principaux postes d'émission de GES.

Etant donné que de nombreux fonds candidats en cours de création pourront souhaiter obtenir le label, le traitement adéquat de ces fonds est important pour éviter qu'ils ne se retrouvent dans des situations et discussions conflictuelles avec leurs auditeurs. De façon similaire à ce qui a été proposé au pilier VI, nous proposons d'ajouter un point spécifique sur le traitement des fonds en cours de création dans ce pilier IV.

C2 - Interne

Pilier V – Transparence renforcée

Critère 5.1- Une communication formalisée avec les distributeurs et investisseurs est mise en place, permettant de veiller à leur bonne compréhension de la stratégie et des objectifs du fonds.

a) Le fonds fournit les derniers rapports financiers et ESG communiqués aux investisseurs et distributeurs, en indiquant leur fréquence et les cibles. La fréquence de communication doit être a minima annuelle.

b) Le fonds fournit des informations sur sa politique de communication avec les investisseurs et distributeurs, notamment :

a. Tout vecteur de communication avec les investisseurs et distributeurs ;

b. Modalités de traitement des questions ou réclamations des investisseurs ;

c. Ses possibilités de modifier la stratégie d'investissement ESG ou les pratiques de gestion à la suite de questions ou réclamations des investisseurs et distributeurs ;

c) Le fonds publie l'inventaire complet du portefeuille pour une plus grande transparence, de façon lisible et accessible pour ~~le grand public~~ses clients investisseurs et sa cible d'investisseurs potentiels, 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 au fonds concerné.~~ Pour chaque ligne en portefeuille, l'inventaire précise le nom de la participation, le poids en portefeuille et le secteur d'activité

Commentaires France Invest

L'obligation de publication de l'inventaire prévue au c) appelle plusieurs commentaires de notre part. De façon générale, un fonds pourrait souhaiter candidater à l'obtention du label ISR capital-investissement pour au moins deux raisons :

- La première raison est liée à la plus grande ouverture de la classe d'actif auprès des épargnants particuliers. Par conséquent, les acteurs financiers qui souhaiteraient mettre en avant leur engagement et actions en matière d'ESG auprès de cette typologie d'investisseurs pourraient être enclins à faire labelliser leurs fonds dans une démarche de commercialisation, notamment s'agissant des parts de fonds proposées dans des contrats d'assurance-vie en unités de compte,
- La seconde raison est liée à la demande de certains investisseurs institutionnels (LPs), investisseurs professionnels, engagés de longue date en faveur de l'ESG et/ou ayant des poches dédiées à diverses thématiques ESG (transition, social etc.). Pour des questions de simplification d'analyse des fonds dans lesquels ils investissent, ces LPs seront enclins à exiger à ce que les fonds dans lesquels ils investiront soient labellisés. Il s'agit là d'un cas bien réel, plusieurs acteurs ayant dû recourir au label Luxflag afin de remplir cette condition exprimée par certains LPs.

Aussi, les informations des fonds qui seront labellisés ISR devraient être disponibles selon la nature des investisseurs des fonds, particuliers ou professionnels, et devraient respecter les règles générales encadrant la commercialisation des fonds.

C2 - Interne

Nous proposons donc de revoir la rédaction du c) comme suit :

Le fonds met à disposition, de la manière la plus appropriée, ~~public~~ l'inventaire complet du portefeuille pour une plus grande transparence, de façon lisible et accessible pour ~~le grand public~~ses clients investisseurs ~~et sa cible d'investisseurs potentiels,~~ a minima sur une base annuelle avec un délai de 6 mois maximum. Pour chaque ligne en portefeuille, l'inventaire précise le nom de la participation, le poids en portefeuille et le secteur d'activité

Cette proposition permettrait aussi de mettre en cohérence le label avec l'exigence de publication des annexes périodiques des produits financiers articles 8 et 9 SFDR qui sont publiées et mises à disposition des investisseurs sur les sites internet des fonds concernés via un mécanisme de login.

Remarque : nous réitérons notre appel à la vigilance quant au risque que poserait cette exigence en l'état sur l'appétence des fonds à candidater au label ISR capital-investissement.

S'agissant de l'obligation prévue au c/ du b) « *Le fonds fournit des informations sur sa politique de communication avec les investisseurs et distributeurs, notamment : (…) c. Ses possibilités de modifier la stratégie d'investissement ESG ou les pratiques de gestion à la suite de questions ou réclamations des investisseurs et distributeurs* », cette obligation ne semble pas pertinente pour les fonds de capital-investissement. En effet, la stratégie d'investissement du fonds ne va pas, et ne peut pas, être modifiée selon le bon vouloir d'un investisseur ou d'un distributeur. Aussi, toute modification substantielle de la stratégie d'investissement ESG du fonds entrainerai mécaniquement une modification de la documentation juridique du fonds.

Nous proposons de revoir la rédaction comme suit : « *c. Les modalités de prise en compte des questions ou réclamations des investisseurs et distributeurs dans le suivi de la stratégie d'investissement ESG et des pratiques de gestion, ainsi que, le cas échéant, les procédures applicables à toute évolution substantielle de cette stratégie ou de ces pratiques, conformément aux documents constitutifs et à la réglementation applicables. Ces procédures précisent notamment les obligations éventuelles d'information, de consultation ou d'approbation des investisseurs*.»" ~~« les possibilités de modifier la stratégie d'investissement ESG ou les pratiques de gestion à la suite de questions ou réclamations des investisseurs et distributeurs ».~~

Critère 5.2- Le respect des règles de gestion ISR fait l'objet d'un contrôle interne, et elles sont clairement décrites aux investisseurs.

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

C2 - Interne

services, la bonne application de la stratégie ESG ainsi que l'ensemble des exigences du présent référentiel. Le fonds fournit le dernier rapport rédigé dans ce cadre.

La société de gestion informe le certificateur en cas de changement substantiels de la stratégie ESG.

Commentaires France Invest

Pas de commentaire de notre part sur ce critère.

C2 - Interne

Pilier VI – Mise en évidence du suivi des performances ESG du portefeuille du fonds

Critère 6- L'évolution du suivi des performances ESG : La performance ESG des participations sélectionnées fait l'objet d'un suivi.

Le fonds fournit des informations sur le suivi qu'il fait de l'évolution des performances ESG de chaque participation au regard des caractéristiques ESG utilisées dans le cadre de la gestion du fonds.

a) Le fonds précise et rend ~~public~~ accessible à ses clients investisseurs et sa cible d'investisseurs potentiels :

i son dernier reporting d'indicateurs d'incidences négatives[3] présentant les données sur le périmètre du fonds ;

ii les indicateurs de performance retenus au niveau du fonds et pour chaque participation, et précise :

- l'objectif d'amélioration retenu pour chaque indicateur ;
- une analyse de son évolution sur les trois dernières années (dans le cas de participation en portefeuille depuis moins de 3 ans, le fonds devra présenter l'évolution depuis l'entrée en portefeuille) ;

Pour les fonds en création, le fonds indique les indicateurs de performance ESG qu'il entend mettre en œuvre et suivre.

Commentaires France Invest

Nous comprenons que la rédaction « rend accessible » n'oblige pas à publier et rendre publiques les informations demandées au grand public. Ainsi, dans le cas où un investisseur du fonds demanderait des informations, le fonds pourrait lui mettre à disposition ces informations via le canal le plus approprié.

Concernant le cas des fonds en cours de création, l'obligation devrait être précisée afin de distinguer les deux types d'indicateurs : « *Pour les fonds en création, le fonds indique l'~~es~~ indicateur communs de performance ESG qu'il entend mettre en œuvre et suivre au niveau du fonds et, le cas échéant, les indicateurs de performance pour chaque participation.* »

[3] déclaration relative aux principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité, telle que décrite par les normes techniques mentionnés à l'article 4, paragraphes 6 et 7 du règlement européen (UE) 2019/2088