Réponse à la consultation publique du label ISR – Référentiel capital-investissement 2026

Objet : réponse de ZENCAP AM, novembre 2026

Préambule

Zencap AM accueille favorablement l'arrivée d'un label ISR sur le non-coté et tient à saluer les travaux menés pour y parvenir.

Pour autant, à la lecture de ce nouveau référentiel, il semble que celui-ci ait été rédigé essentiellement à destination des acteurs du capital-investissement alors même que le label est ouvert aux fonds de dette privée. De notre point de vue, **des adaptations sont nécessaires au référentiel pour le rendre accessible à la dette privée**, comme le souligne également la réponse de France Invest à cette consultation. Nous listons ci-après les points d'adaptation qui nous paraissent les plus essentiels.

Commentaires généraux

- Le nom du label « capital-investissement » exclut la dette privée.
  - ➔ Suggestion de remplacement : **label ISR « non coté »** *[proposition soutenue par France Invest dans sa réponse à la consultation publique]*.

- Le vocabulaire utilisé est parfois non adapté à la dette privée :
    - Le terme « participation » apparaît 67 fois dans le référentiel. Or, en dette privée, il ne s'agit pas de « participations » mais d' « emprunteurs » ou d' « émetteurs ».
  - ➔ Suggestion de remplacement : écrire « sociétés financées », « financements », « sociétés cibles » ou « sociétés en portefeuille ».
    - Les termes « plan d'action » ou « plan des 100 jours » au niveau de la société financée ne sont pas applicables à la dette privée. Un fonds de dette privée ne peut pas s'immiscer dans la gestion des entreprises (c'est interdit), ne peut pas obliger à la mise en place de plan d'action et n'est jamais en position de formaliser un plan des 100 jours.
  - ➔ Suggestion de complément : intégrer en alternative aux « plans d'actions » les mécanismes de SLB/SLL (*sustainability-linked loan-bond*, financements dont les conditions de financement, généralement le taux d'intérêt, varient selon la réussite d'objectifs de durabilité) pour la dette privée.

Plus généralement, nous rappelons qu'en dette privée, contrairement au capital-investissement, le fonds n'exerce aucun contrôle sur la société, l'accès au management est souvent limité (même s'il dépend du type de dette, par exemple il est meilleur en dette privée unitranche qu'en dette privée structurée), le niveau d'influence est variable et le fonds de dette privée n'a jamais de droit de vote au conseil. Les demandes d'adaptation du référentiel à la dette privée viennent principalement de ces constats.

Critères d'éligibilité

Pilier II

- **Critère 2.1, b), 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 ».
    - Le paragraphe suivant de l'**annexe 4** « La société de gestion démontre qu'elle a mis en place une méthode d'évaluation des stratégies de transition climatique de l'ensemble des participations incluant les éléments suivants [...] » semble suggérer -et c'est également ce que nous avons compris de la présentation du référentiel par Paris Europlace du 14/10/2026 - que l'ensemble des sociétés en portefeuille devaient disposer de cibles de réduction de GES.
        - Or, en dette privée, le seul moyen de fixer des objectifs incitatifs de durabilité à une société en portefeuille est le mécanisme de SLL/SLB. Dans ces mécanismes, les objectifs, en général au nombre de 3, portent sur les enjeux les plus matériels. Imposer des cibles de décarbonation à des sociétés dont la matérialité climat est faible n'est pas réaliste en dette privée (exemple : société de services de formations en ligne). En revanche, c'est tout à fait possible et souhaitable sur la catégorie « vigilance renforcée » puisqu'elle porte sur les sociétés dont la matérialité climat est significative.
        - Aussi, en dette privée structurée, les objectifs des SLL sont imposés ; or, si le climat n'est pas un sujet matériel, les objectifs porteront sur d'autres enjeux plus matériels sans possibilité d'ajout d'un objectif dédié au climat.
        - Les cibles de décarbonation sont également non applicables pour les actifs dits « solutions », par exemple *via* le financement d'actifs d'infrastructures (ex. énergies renouvelables) ou d'actifs immobiliers (ex. bâtiments BBC passifs).

    ➔ Suggestion de modification : préciser que les sociétés dont la matérialité climat est faible ET que les actifs « verts » ou « solutions » alignés sur les critères de la Taxonomie verte européenne ne sont pas nécessairement tenues d'établir des cibles de décarbonation *[prise en compte des entreprises « solutions » soutenue par France Invest]*.

Zencap Asset Management | UNE MARQUE Ofi invest

- **Critère 2.1, b), 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. »
    - Il n'est pas possible d'imposer des entretiens dans le cas de la dette privée structurée (ils nécessitent une validation préalable du sponsor / des dirigeants / de l'arrangeur / coordinateur ESG).

    ➔ Suggestion d'adaptation : préciser que pour la dette privée structurée, les entretiens peuvent être menés indirectement, par le coordinateur ESG par exemple.

- **Critère 2.1, b), vi : «** 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) ».

    ➔ Suggestion d'adaptation : pour la dette privée, en lieu et place du plan d'action, donner la possibilité de formaliser un engagement dans la documentation contractuelle - mais uniquement sur les points les plus matériels -, par exemple via le mécanisme de SLB/SLL *[intégration dans le référentiel des SLB/SLL soutenue par France Invest]*.

Pilier III

- **Critère 3.1, d) i.** « Un indicateur au niveau du fonds. »
    - Un indicateur commun de durabilité (selon la liste établie) au niveau du fonds, assorti d'un objectif d'amélioration, sera difficile voire impossible en dette privée, du moins au regard de la rédaction actuellement proposée. En effet, le principal levier d'amélioration en dette privée est le mécanisme de SLB/SLL. Or, encore une fois, les objectifs des SLB/SLL sont fixés selon le principe de double matérialité, au nombre généralement limité de trois par financement. Ils sont donc adaptés à chaque financement. Imposer un indicateur commun à tous les SLB/SLL nuirait à ce principe fondamental de fixation des objectifs selon la matérialité des enjeux.

    ➔ Suggestion d'adaptation : préciser que pour la dette privée, l'indicateur commun peut être **le taux d'atteinte des objectifs dans le cadre des mécanismes de SLB/SLL**. La SGP pourra ainsi fournir sa méthodologie de fixation des objectifs (dette privée directe) ou sa méthodologie d'évaluation de la pertinence des objectifs (dette privée structurée) *[intégration dans le référentiel des SLB/SLL soutenue par France Invest]*.

- **Critère 3.1, f)** « le fonds présente : i Pour l'indicateur commun au fonds, la mise en place de plans d'amélioration [...] ii Pour les indicateurs spécifiques, la mise en place de plans d'amélioration [...] »
    - Les fonds de dette privée ne pouvant s'immiscer dans la gestion des sociétés investies, les plans d'amélioration, plans d'action et plans de 100 jours ne sont pas possibles.

    ➔ Suggestion d'adaptation : donner formellement la possibilité aux fonds de dette privée d'utiliser les mécanismes de SLB/SLL pour répondre à ce point *[intégration dans le référentiel des SLB/SLL soutenue par France Invest]*.

- **Critère 3.1, i)** « 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. »

    ➔ Suggestion d'adaptation : pour adapter le vocabulaire à la dette privée, ajouter « ou en cours de remboursement (sous 3 mois par exemple) ou ayant été récemment financées ».

Pilier IV

- **Critère 4.1, a), 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 ».
    - Les fonds de dette ne peuvent pas être responsables de l'organisation des conseils ou CoDir, ce n'est pas leur rôle et ils n'en ont pas la possibilité.

    ➔ Suggestion d'adaptation : pour les fonds de dette, parler de « dialogue » et « d'engagement ».

- **Critère 4.1, a), 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). »

    ➔ Suggestion d'adaptation : en dette privée, le plan d'action de 100 jours n'existant pas, il pourrait être remplacé par un mécanisme de SLB/SLL assorti d'un délai de 6 mois pour
    1) établir l'état des lieux - si celui-ci est inexistant - sur les enjeux de durabilité matériels pris en compte par le mécanisme de SLB/SLL (ex. réalisation de l'empreinte carbone), et
    2) fixer des cibles annuelles tout au long de la vie du financement (cibles annuelles pour chaque objectif du SLB/SLL) *[intégration dans le référentiel des SLB/SLL soutenue par France Invest]*.

- **Critère 4.1, a), iv** « Dans ce cas, le processus d'escalade prévoit l'ajout d'un point exceptionnel à la **prochaine réunion de l'instance de direction adéquate** [...] ainsi que l'intégration de critères ESG **au calcul de la rémunération des dirigeants** » et v « 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 ».
    - Compte tenu du rôle des fonds de dette, ces points sont inapplicables : les fonds de dette privée n'ont pas la faculté d'organiser des réunions au sein des instances de direction, ni influencer sur la rémunération des dirigeants.

  ➔ Suggestion d'adaptation **:** pour les fonds de dette, donner la possibilité en remplacement de lancer des démarches de dialogue et d'engagement. La procédure d'escalade en dette privée peut inclure les éléments suivants :
    - Durcissement du traitement des demandes éventuelles de l'emprunteur de dérogation au contrat de financement (« waiver ») : pénalités financières (« waiver fees ») voire refus ;
    - Processus de sortie anticipée et/ou cession sur le marché secondaire. À noter que ce type de procédure est très difficile, du fait de la stratégie des fonds de dette privée de détention jusqu'à maturité des dettes en portefeuille ; de surcroît, la cession est rendue complexe par la faible liquidité de la classe d'actifs (dette privée).

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

  ➔ Suggestion d'ajout : mentionner explicitement que ce paragraphe est inapplicable à la dette privée (pas de détention de capital donc pas de droit de vote).

Annexes spécifiques aux fonds de capital investissement

➔ Suggestion de remplacement : remplacer « fonds de capital investissement » par « fonds non cotés » sauf à ce que les fonds de dette privée ne soient pas concernés par ces annexes.