

# APPLICATION DE LA DOCTRINE 2020-03 AUX FONDS RETAIL D'ACTIFS PRIVES

16 mai 2025

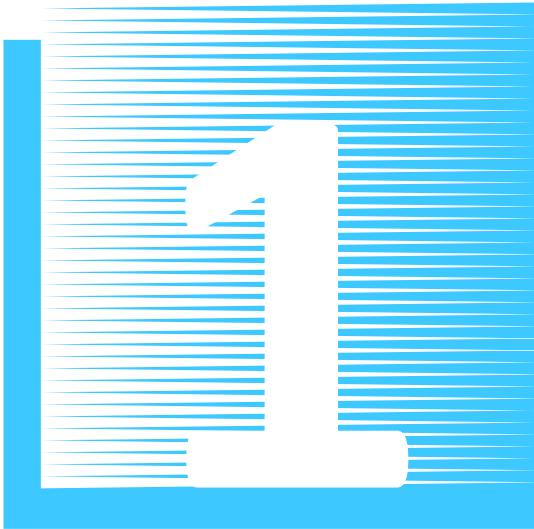
## APPLICATION DE LA DOCTRINE 2020-03 AUX FONDS RETAIL D'ACTIFS PRIVES

- **Philippe Sourlas**, secrétaire général adjoint, Direction de la gestion d'actifs, AMF ;
- **Didier Deleage**, directeur adjoint, Direction de la gestion d'actifs, AMF;
- **Bastien Rossopopoff**, directeur de division, supervision transversale, Direction de la gestion d'actifs, AMF
- **Guillaume Cressent**, chargé de mission, supervision transversale, Direction de la gestion d'actifs, AMF ;
- **Amira Mouldi**, chargée de mission, supervision transversale, Direction de la gestion d'actifs, AMF ;

## MOT D'INTRODUCTION

# SOMMAIRE

- 1. Rappels généraux sur la Position - Recommandation AMF DOC-2020-03**
- 2. Eléments de contexte sur la classe d'actifs privés**
- 3. « *Autres approches* » des fonds d'actifs privés**
- 4. Questions-réponses**



## RAPPELS GENERAUX SUR LA POSITION - RECOMMANDATION AMF DOC-2020-03

# RAPPELS GENERAUX SUR LA DOCTRINE AMF 2020-03 (1/3)

- ❑ Publiée en mars 2020 et destinée à lutter contre le *greenwashing* en précisant le caractère clair, exact et non trompeur de l'information communiquée s'agissant de la prise en compte de critères extra-financiers
- ❑ Encadre les communications extra-financières dans les noms, les documentations réglementaires et commerciales
- ❑ S'applique aux placements collectifs autorisés à la commercialisation en France auprès des non-professionnels (i.e. dont les OPCVM ou ELTIF de détail étranger) et aux Autres FIA référencés en UC dans le cadre de contrats d'assurance-vie auprès de non professionnels
- ❑ Prévoit un avertissement public pour les fonds étrangers commercialisés en France communiquant de manière centrale ou réduite sans respecter ses standards, ainsi que l'impossibilité de communiquer sur la prise en compte de critères extra-financiers dans leur documentation commerciale en France
- ❑ Principes généraux :
  - La prise en compte de critères extra-financiers doit être **mesurable**
  - Les approches extra-financières sont évaluées sur la base d'**engagements contractuels ex-ante**
  - **Exigence de proportionnalité** entre le niveau de significativité de l'approche extra-financière et le degré de communication autorisée (communications centrale, réduite, limitée au prospectus)

## RAPPELS GENERAUX SUR LA DOCTRINE AMF 2020-03 (2/3)

- ❑ L'AMF applique les **Orientations ESMA** encadrant les **noms des fonds** contenant des termes extra-financiers
- ❑ La doctrine 2020-03 a été amendée en **remplaçant ses critères sur les noms des fonds par ceux de ces Orientations ESMA**. NB : le périmètre d'application de ces Orientations ESMA est plus large que le périmètre historique de la 2020-03 en incluant notamment les fonds professionnels
- ❑ **Maintien des critères de la doctrine 2020-03 sur les documents réglementaires et commerciaux** (hors noms) sur le périmètre historique des fonds *retail*
- ❑ Traitement des fonds français et étrangers autorisés à la commercialisation en France auprès du *retail* :

	Fonds français	Fonds étrangers (pays de domiciliation en <i>Comply</i> aux Orientations ESMA)	Fonds étrangers (pays de domiciliation en <i>non Comply</i> aux Orientations ESMA)
Nom des fonds		Orientations ESMA	Règles locales du pays étranger
Documentation commerciale en France			Doctrine 2020-03
Documentation commerciale à l'étranger			Réglementation européenne et locale du pays étranger
Documentation réglementaire (DIC/DICI, Prospectus)	Doctrine 2020-03	Doctrine 2020-03 et maintien de l'exigence de l'avertissement dans la documentation commerciale si non-respect des critères de la doctrine 2020-03 hors noms	Annexe précontractuelle SFDR au Prospectus

# RAPPELS GENERAUX SUR LA DOCTRINE AMF 2020-03 (3/3)

- Des degrés de communications associés à des standards minimaux afin de proportionner l'information délivrée aux non professionnels à la significativité de la prise en compte de critères extra-financiers dans la gestion du fonds

Communication	Support de communication	Exigences minimales à respecter	Types d'approches
Dans la dénomination	Dénomination	En fonction de la, ou des, catégorie(s) de termes extra-financiers d'appartenance de la dénomination, définie(s) par les Orientations ESMA ➔ Essentiellement concepts SFDR et des exclusions CTB/PAB	N/A
Centrale Approche significativement engageante	DIC ou DICI Documentation commerciale Prospectus	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Engagement prévu dans les documents réglementaires fondé sur des objectifs mesurables de prise en compte de critères extra-financiers</li> <li>➢ L'engagement contractuel <i>ex-ante</i> de prise en compte des critères extra-financiers doit être significatif (ex : réduction d'au moins 20% de l'univers) ;</li> <li>➢ Un taux d'analyse, de notation extra-financière ou de couverture de l'indicateur extra-financier supérieur à 90 % de l'actif du fonds.</li> </ul>	Sélectivité, amélioration de note ESG, amélioration de KPI par rapport à l'univers d'investissement  <span style="border: 2px dashed red; padding: 2px;">« Autres approches »</span>
Réduite Approche non significativement engageante	DICI ou DIC ( <i>« concis »</i> et équilibrée section <i>« Autre informations pertinentes »</i> ) Documentation commerciale ( <i>« concis »</i> ) Prospectus (proportionnée)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Engagement prévu dans les documents réglementaires fondé sur des objectifs mesurables de prise en compte de critères extra-financiers</li> <li>➢ Engagement contractuel <i>ex-ante</i> de prise en compte des critères extra-financiers sans l'exigence de significativité : note moyenne du ptf ou KPI moyen du ptf &gt; note/KPI moyen de l'univers d'investissement</li> <li>➢ Taux d'analyse minimum en fonction des actifs (90 % pour les actions émises par des grandes capitalisations, 75% pour les émergents etc)</li> </ul>	Amélioration de note ou KPI par rapport à l'univers d'investissement initial
Communication limitée au Prospectus	Pas de référence dans le DIC/DICI ou la documentation commerciale Prospectus (proportionnée)	N/A : approches n'atteignant pas les standards de la communication centrale ou réduite	N/A



## ELEMENTS DE CONTEXTE SUR LA CLASSE D'ACTIFS PRIVES

## ELEMENTS DE CONTEXTE SUR LA CLASSE D'ACTIFS PRIVES (1/2)

- Des **approches normées développées sur les actifs mobiliers et immobiliers** notamment à travers les labels ISR (même s'il existent des fonds privés sur la thématique environnementale labélisés *Greenfin*)
- Historiquement très **peu de demandes à l'agrément pour des fonds ESG *retails* d'actifs privés** en dehors d'acteurs spécialisés, s'agissant essentiellement d'acteurs opérant auprès de non professionnels (hors scope 2020-03)
- La **demande a cru progressivement dans un contexte de *retailisation*** de la classe d'actifs privés, dont l'initiation de travaux de déclinaison du label ISR en 2024 matérialise cette tendance
- Au regard de **l'inadéquation du concept d'univers d'investissement** pour cette classe d'actifs, les approches fondées sur ces derniers (ex : comparaison de note ESG) ne sont par nature pas applicables aux fonds d'actifs privés
- La catégorie de la **communication réduite** repose à date uniquement sur une approche normée pour les valeurs mobilières en amélioration par rapport à l'univers d'investissement
- Des **textes européens** (SFDR, Taxonomie, Orientations ESMA...) peu adaptés aux spécificités des fonds de capital investissement

## ELEMENTS DE CONTEXTE SUR LA CLASSE D'ACTIFS PRIVES (2/2)

- ❑ Les travaux du label ISR illustrent la difficulté en ce qu'il s'agit de **créer de la norme sur cette classe d'actifs**
- ❑ En l'absence d'approches normées, la **2020-03 permet aux fonds d'actifs privés** (capital investissement, dette privée, infrastructure) à destination du *retail* de se positionner en **communication centrale** en déclinant **ses principes de proportionnalité** à travers des « *Autres approches* » significatives et engageantes
- ❑ Il s'agit par nature d'une catégorie ouverte prévoyant que « *la société de gestion doit être en mesure de démontrer à l'AMF en quoi son approche est significative* »
- ❑ Une **quinzaine de fonds d'actifs privés** se positionne en communication centrale **pour environ 1 Md€ encours et plusieurs dossiers d'agrément en phase avancée**
- ❑ Des **réflexions initiées avec France Invest** visant à préciser un socle d'attentes fonctionnelles avec plus de lisibilité et prévisibilité pour les acteurs, en clarifiant les attentes de l'AMF



## « AUTRES APPROCHES » DES FONDS D'ACTIFS PRIVES

- Typologie d'approches
- Exemples de fonds agréé en communication centrale en amélioration de KPI
- Précisions et réflexions sur la significativité des approches en amélioration/cible de KPI
- Précisions et réflexions sur le caractère engageant des approches

# TYPOLOGIE DES « AUTRES APPROCHES » DES FONDS D'ACTIFS PRIVES

- 1) Des fonds qui s'engagent contractuellement à investir significativement dans des activités durables en s'appuyant cadre de référence objectif et reconnu
  - Permet de garantir le niveau minimal d'effort/d'ambition à l'agrément et justifiant la cohérence et proportionnalité des communications auprès d'une clientèle non professionnelle
  - Evite de faire reposer les communications sur des appréciations discrétionnaire de la durabilité ne permettant pas d'apporter une garantie minimale objective et mesurable du niveau de prise en compte des critères extra-financiers (ex : SI SFDR, contributions ODD, Taxonomie interne, approches reposant sur des *due diligence* et suivi/reporting de KPI etc)
    - Appui sur un pourcentage minimum d'alignement Taxonomie (ex : fonds transition énergétique)
    - Appui sur le référentiel de Greenfin (ex : fonds vert / environnemental)
    - Appui sur un pourcentage minimum d'investissement dans des entreprises solidaires d'utilité sociale (ESUS)
    - En fonction des stratégies, des fonds se sont engagées sur des fonds labellisés ISR pour la poche liquide
  - ➔ Par nature de telles approches couvrent un panorama limité de thématiques

# TYPOLOGIE DES « AUTRES APPROCHES » DES FONDS D'ACTIFS PRIVES

2) Des fonds qui déploient des approches en amélioration ou en cible de KPI en s'appuyant sur la capacité d'influence des fonds sur les actifs dans la durée :

- Lister un ou plusieurs KPI objectivables et mesurables (environnementaux ou sociaux) dans la documentation réglementaire
- Sélection d'au moins un KPI par entreprise avec une cible / objectif d'amélioration en s'assurant de la matérialité du KPI pour son activité (ex : GES, eau, déchets, produits toxiques etc)
- Définir une trajectoire d'amélioration significative ou une cible par participation ou une cible (permet de proportionner l'effort de transition en fonction de la situation initiale) avant ou lors de l'investissement, en la justifiant par une référence externe → objectif d'établir un garde-fou objectif sur le niveau minimum d'effort en évitant la fixation discrétionnaire d'une trajectoire/cible qui ferait reposer la logique de supervision et de contrôles à visée répressive de l'AMF sur de l'ex-post
- Etablir le caractère engageant de l'approche significative via des clauses incitatives graduelles auprès des entreprises si non atteinte des objectifs (dette privée : indexation significative du spread de taux ; equity : clauses dans le pacte d'actionnaires) → crédibiliser la significativité des approches sur des actifs non liquides

→ Des fonds déjà agréés en ligne avec cette approche sur des thématiques environnementales, des échanges en cours avec des acteurs pour la mettre en œuvre sur des thématiques sociales

# Exemples de fonds agréé en communication centrale en amélioration de KPI

- **Capital investissement** (exemple de fonds multithématiques : 7 KPI environnementaux et 1 KPI social)

Thèmes	KPI	Référence externe pour définir la fixation de la cible/trajectoire	Caractère engageant
Produits chimiques	Réduction de la pollution chimique (tonnes)	Publications de l'Agence Européenne de l'Environnement et de la Commission Européenne	Des clauses incitatives graduelles à partir du 2ème exercice consécutif de non atteinte de l'objectif minimum, pouvant aller au bout de l'escalade jusqu'à un droit de retrait
Eau	Réduction de la consommation d'eau (m3)	Publication du MTE	
	Volume d'eau réutilisée (m3)	Publication du MTE	
Déchets	Réduction de la production de déchets (tonnes)	Loi AGEC	Des clauses incitatives graduelles à partir du 2ème exercice consécutif de non atteinte de l'objectif minimum, pouvant aller au bout de l'escalade jusqu'à un droit de retrait
	Volume de déchets recyclés ou valorisés	Publication du MTE	
Gaz à effet de serre	Réduction des émissions de GES (scope 3 - tCO2e)	Stratégie Nationale Bas Carbone	
	Emissions GES capturées ou stockées (tCO2e)	Stratégie Nationale Bas Carbone	
Social	Index de l'égalité professionnelle	Ministère du travail	

- **Dette privée** (exemple de fonds thématique sur la décarbonation) : KPI GES – quantification d'une trajectoire de réduction de GES en s'appuyant sur SBTi, avec clause incitative d'adaptation du taux en cas de non atteinte, et possibilité d'activation d'un processus de sortie anticipée dans des conditions prévues contractuellement

# Précisions et réflexions sur la significativité des approches en amélioration/cible de KPI

Pilier	Principe	Clarifications des attentes de l'AMF et réflexions		
Significativité de l'approche	Trajectoires d'amélioration ou cibles de KPI E/S matériels dont la significativité est justifiée par des références publiques	Liste de KPI	<ul style="list-style-type: none"> <li>➔ Ouverture sur la liste des KPI E/S si mesurables objectivement (e.g. pas nécessaire de retenir les GES!)</li> <li>➔ Non requis de recourir au même KPI pour toutes les entreprises, mais cohérence nécessaire entre les indicateurs retenus et les thématiques de communication centrale du fonds (ex : GES)</li> <li>➔ La communication du fonds doit être équilibrée, cohérente et proportionnée aux KPI établis et utilisés</li> </ul>	
		Choix du KPI à améliorer	<ul style="list-style-type: none"> <li>➔ <b>La notion de matérialité semble plus évidente à déterminer pour les KPI environnementaux</b> (ex : des KPI sur l'eau, déchets, produits chimiques etc sont par nature matériels en fonction des secteurs/thématique) <b>que les KPI sociaux</b> (écart de rémunération F/H, part des femmes dans l'effectif cadre, taux de salariés en situation de handicap etc)</li> <li>➔ Il existe un <b>risque de cherry picking</b> si la liste des indicateurs que le fonds peu améliorer est importante (e.g. KPI sociaux)</li> <li>➔ <u>Pour réflexion</u> : un moyen de limiter ce risque pourrait être qu'<b>a minima 20% des KPI matériels pour l'entreprise parmi la liste établie soient à améliorer</b></li> </ul>	
		Cible / Objectif d'amélioration	<ul style="list-style-type: none"> <li>➔ L'AMF, qui n'a pas vocation à être normalisateur, est ouverte à toutes références publiques pouvant étayer/justifier les cibles des KPI et trajectoires d'amélioration (cf cas exemple)</li> <li>➔ Si la problématique est l'incapacité de s'appuyer sur une référence objective, un tiers qui intervientrait pour estimer le sérieux de l'approche ferait face à la même problématique</li> <li>➔ Possibilité de fixer des trajectoires / cibles différentes en fonction des entreprises pour un même KPI afin d'individualiser l'effort, avec le même principe de prise d'appui sur une référence externe à condition qu'elles soient justifiées par des références externes et qu'il existe des jalons dans l'atteinte d'un objectif</li> <li>➔ <u>Pour réflexion</u> : <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ si une loi existe pour un KPI mais que l'entreprise n'y est pas soumis (ex : Rixain), la cible pourrait être de volontairement respecter le seuil légal</li> <li>▪ Si des données représentatives existent pour un KPI (ex : données INSEE sur le secteur), la cible pourrait être, à l'horizon du financement, <b>(i)</b> à 20% supérieure à la moyenne <u>et</u> <b>(ii)</b> en amélioration d'au moins 20% par rapport à la situation initiale de l'entreprise</li> <li>▪ <b>Engagement de la SGP sur la significativité des améliorations réalisées</b></li> </ul> </li> </ul>	

# Précisions et réflexions sur le caractère engageant des approches

Elément capital pour soutenir la significativité afin de soutenir la crédibilité d'approches en amélioration sur des actifs non liquides et en l'absence d'engagement de résultat

Pilier	Principe	Clarifications des attentes de l'AMF et réflexions		
Caractère engageant	Eléments contractuels vis-à-vis des cibles permettant de crédibiliser la significativité de l'approche	Equity	Différentes clauses contractuelles auprès des participations intégrant une gradation des mesures présentant un degré incitatif/sanction convaincant <i>in fine</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>➔ Non requis que les clauses se déclenchent dès la 1<sup>ère</sup> année de non atteinte de l'objectif</li><li>➔ Possible d'envisager une <b>activation progressive des clauses</b> au fil des années de non atteinte, des marges de déviation avec report de la quote-part non atteinte à l'année suivante et pouvant à l'évidence prévoir des circonstances exceptionnelles.</li><li>➔ L'AMF n'impose plus la clause de cession anticipée <u>dès lors que</u> les clauses contractuelles alternatives proposées sont suffisamment incitatives, étant noté qu'il s'agit ici de la clause arrivant en dernier dans l'escalade et qu'elle doit être de fait suffisamment incitative pour l'entreprise.</li><li>➔ Le caractère engageant s'apprécie en fonction de la combinaison de clauses. Par exemple un niveau d'attente différencié entre un fonds qui s'appuie exclusivement sur une indexation du spread de taux ou un fonds qui s'appuie sur l'indexation + une clause de sortie après X année de non atteinte</li></ul>
		Dette	Indexation significative du spread de crédit	<ul style="list-style-type: none"><li>➔ <b>L'AMF n'impose pas que des clauses « bonus » accompagnent des clauses « malus »</b> (ex : rémunération supérieure du fonds de dette en cas de non atteinte par la participation) pour les participations, <b>ni une symétrie le cas échéant</b> (ex : ajustement du spread de taux à la hausse supérieure à 10% du spread)</li></ul>

## CONCLUSION DES SERVICES DE L'AMF