

## Règlement SFDR

-

### Points d'attention identifiés

29 janvier 2026

La Commission européenne a publié le 20 novembre 2025 sa proposition de révision du Règlement SFDR qui revoit et simplifie la catégorisation des produits financiers en fonction de leurs caractéristiques de durabilité. L'ASPIM soutient la revue de ce règlement et particulièrement la création d'une catégorie transition, plus adaptée à l'enjeu actuel de rénovation de l'immobilier. Toutefois, l'ASPIM a identifié avec ses adhérents un certain nombre de points d'attention pour les fonds immobiliers non cotés.

#### I. Points d'attention identifiés

##### 1) Elargir le champ d'application des dispositions transitoires aux FIA

L'ASPIM, conjointement avec France Invest pour se positionner **en faveur de l'élargissement du champ d'application des dispositions transitoires aux fonds d'investissements alternatifs (« FIA »)**, au même titre que les autres produits financiers.

En effet, l'article 19 bis prévoit une période transitoire de 12 mois avant que les articles 7, 8, 9 (produits catégorisés), 10 et 11 (informations périodiques et sur internet à publier pour les produits catégorisés) ne s'appliquent pour certains produits financiers dans le champ de SFDR. Or, les FIA (visés au 2(12) b) de SFDR) ne sont pas listés dans les produits éligibles à cette période transitoire.

⇒ L'article 19 bis devrait être amendé comme suit : « Financial market participants shall apply Articles 7, 8, 9, 10 and 11 of this Regulation as amended by Regulation [PP: please insert reference to this amending regulation] to financial products referred to in Article 2(12), points **(b)**, (c), (d), (e), (g) and (h) *by [12 months after the date of application of this Regulation].* »

Au même titre que les autres produits financiers, les FIA ne bénéficiant pas de la clause de grand-père, car en cours de commercialisation, devront se mettre en conformité avec les nouvelles obligations issues de la révision de SFDR, qui nécessitera la revue de la classification et de la documentation des produits. Si les FIA sont soumis aux Guidelines actuelles d'ESMA relatives à la dénomination du nom des fonds « ESG », les obligations de ces guidelines ne sont pas du tout de même nature que les mesures figurant dans la proposition de révision présentée par la Commission et dont le contenu final sera amené à évoluer au gré du processus d'examen européen. En conséquence, **les FIA devraient être éligibles à la période transitoire.**

## 2) Clarifier les informations à publier pour les fonds professionnels

L'ASPIM conjointement avec France Invest appelle à **clarifier que, s'agissant des fonds professionnels, l'obligation de divulgation des informations à publier s'appliquera uniquement aux investisseurs du produit financier.**

L'article 10 prévoit que les acteurs financiers publient sur leur site internet les informations précontractuelles et périodiques de leurs produits financiers catégorisés articles 7, 8 ou 9.

Après l'entrée en application de SFDR en mars 2021, la question s'est posée de savoir si, pour les fonds professionnels, il était possible de restreindre l'accès aux informations des fonds articles 8 et 9 SFDR aux seuls investisseurs des fonds, ces informations étant confidentielles. En France, les acteurs ont obtenu de l'Autorité des marchés financiers la possibilité de restreindre l'accès de ces informations aux seuls investisseurs des fonds professionnels via l'insertion d'un mécanisme de login dédié.

⇒ Afin d'apporter de la visibilité et de la sécurité juridique aux acteurs financiers d'avoir recours à cette mesure pour les futurs produits financiers catégorisés, l'article 10 pourrait être modifié de la manière suivante :

«Financial market participants shall publish and maintain on their websites the following information for each financial product referred to in Article 7(1), Article 8(1) and Article 9(1): (a)the information referred to in Article 7(3), Article 7(4), Article 8(3), Article 9(3) and Article 9(4); (b)the information referred to in Article 11.

The information to be disclosed pursuant to this Article shall be clear, succinct and understandable to investors. It shall be published in a way that is accurate, fair, clear, not misleading, simple, and concise and in a prominent easily accessible area of the website.

The information referred to in subparagraph 1 may be disclosed by form of weblinks to the respective documentation referred to in Article 6(3) or Article 11(2). **For financial products referred to Article 2, point (12)(b), the information referred to in subparagraph 1 could be restricted to investors of the financial product only** ».

## 3) Préciser la définition de fonds fermé

Il est écrit à l'article 17(1) « Financial market participants may choose not to apply this Regulation to financial products of the closed-ended type which were created and distributed before [*the date of application of this Regulation*]. »

La définition d'un fonds fermé au sens de l'article 1.3 du règlement délégué (UE) n° 694/2014 (règlement délégué complétant la directive AIFM) est la suivante : « les FIA dont les actions ou parts ne sont pas, à la demande de tout actionnaire ou porteur de parts, rachetées ou remboursées avant le début de la phase de liquidation ou de dissolution, directement ou indirectement, à partir des actifs du FIA [...] ». »

Il est également mentionné dans les considérants au point (26) « Where existing financial products are closed to new investors and would no longer be offered to investors after the date of application of this Regulation, for reasons of proportionality financial market participants should be able opt out of applying this Regulation to those financial products ».

Toutefois, pour un fonds fermé selon la directive AIFM, l'arrivée d'un nouvel investisseur dans le fonds est possible via la cession de gré à gré. **Afin de clarifier ce point et de prévenir tout risque d'insécurité juridique, l'ASPIM propose d'ajouter à l'article 17(1) une référence à la définition d'un fonds fermé donnée par la Directive AIFM. Un fonds fermé selon la Directive AIFM serait donc exempté du règlement, même si l'entrée de nouveaux investisseurs est possible en cession de gré à gré.**

L'article 17(1) pourrait être modifié de la manière suivante : « Financial market participants may choose not to apply this Regulation to financial products of the closed-ended type, **as defined by the Article 1(3) of Commission Delegated Regulation (EU) No 694/2014** which were created and distributed before [*the date of application of this Regulation*]. »

#### **4) Permettre l'utilisation de KPI Taxinomie adaptés aux fonds immobiliers**

L'ASPIM demande que le **choix du KPI Taxinomie utilisé soit laissé libre à chaque société de gestion**, afin de pouvoir valoriser l'ensemble des stratégies immobilières : CAPEX, OPEX, CA ou en valeur de marché.

En 2024, l'alignement taxinomique moyen des fonds immobiliers était de 3,2% en CA, 3,7% en valeur de marché et 8,8% en CAPEX<sup>1</sup>. Ainsi, **le seuil de 15% d'alignement taxinomique est relativement élevé et complexe à atteindre pour les fonds immobiliers.**

L'utilisation des KPI taxinomie varie sensiblement en fonction des stratégies des fonds : pour un fonds immobilier value add, qui a pour objectif la création de valeur grâce à la rénovation d'actifs existants, l'indicateur CAPEX sera plus adapté, contrairement à une SCPI pour laquelle la valeur de marché sera plus adaptée.

Ainsi, **l'ASPIM demande que le choix du KPI soit laissé libre à chaque société de gestion, afin de pouvoir valoriser l'ensemble des stratégies des fonds** et augmenter les chances des sociétés de gestion immobilières de pouvoir être éligible aux catégories transition et durable grâce au critère des 15% d'alignement taxinomique.

Par ailleurs, **l'ASPIM demande que le KPI valeur de marché, particulièrement adapté et utilisé par les fonds immobiliers soit inclus dans les méthodologies de calcul.** L'utilisation de cet indicateur a été autorisée par l'AMF et l'ESMA (Q&A de novembre 2022) pour les actifs réels détenus en direct et pour les holdings intermédiaires.

#### **5) Rappel de la définition d'un fonds à impact en France**

La proposition de la Commission européenne introduit au sein du Règlement SFDR la notion de fonds à impact, définie dans le texte comme « un produit financier classé conformément aux catégories transition ou durable, qui a pour objectif la génération d'un impact social ou environnemental prédéfini, positif et mesurable ».

---

<sup>1</sup> Source : Etude 2025 des pratiques ESG et de labélisation ISR des fonds immobiliers

Dans un but d'harmonisation des pratiques à l'échelle européenne, l'ASPIM rappelle qu'une **définition française de place de la finance à impact a été élaborée, sous l'égide du ministère des Finances.**

Ces travaux, pilotés par l'Institut de la Finance Durable et l'ASPIM, s'agissant des stratégies au sein des fonds immobiliers, ont permis la création d'outils d'évaluation du potentiel d'impact des fonds mobiliers et immobiliers.

La définition française de la finance à impact est une stratégie d'investissement ou de financement qui vise à accélérer la transformation juste et durable de l'économie réelle, en apportant une preuve de ses effets bénéfiques et repose sur trois principes : **l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesurabilité.**

L'intentionnalité représente la volonté explicite des investisseurs et des gestionnaires de fonds de générer des effets positifs spécifiques, à la fois sur le plan environnemental et social, au-delà de la seule recherche de rendement financier.

L'additionnalité désigne la contribution nette d'un investissement, qui n'aurait pas vu le jour sans l'apport spécifique du fonds.

Enfin, la mesurabilité représente l'évaluation de cette valeur ajoutée, la démonstration de l'impact positif des actions menées pour répondre aux objectifs annoncés dans le cadre de l'intentionnalité.

Si l'intentionnalité et la mesurabilité ont été mentionnés dans la définition européenne, l'un des principes fondamentaux de la définition française, **l'additionnalité n'a pas été évoqué.**

L'ASPIM souhaite rappeler que les fonds d'investissement à impact se distinguent fondamentalement des approches traditionnelles axées sur les critères ESG, notamment grâce à leur ambition accrue en matière de transformation positive et à leur engagement à générer un véritable impact mesurable, au-delà des pratiques responsables courantes.

Ainsi, **l'ASPIM invite la Commission européenne à s'inspirer des pratiques de place françaises pour élaborer une définition de la finance à impact plus précise et ambitieuse au sein du Règlement SFDR2 pour ne pas décrédibiliser les pratiques existantes.**

## **6) Clarifier l'articulation avec la directive de l'ESMA sur la dénomination des fonds**

Bien que l'inclusion des lignes directrices de l'ESMA relatives à la dénomination des fonds dans la proposition de la Commission européenne soit bienvenue, les **modalités de leur articulation avec le futur dispositif réglementaire restent floues.** En particulier, il n'est pas clairement établi si le cadre SFDR aura vocation à s'ajouter à ces lignes directrices existantes ou si l'ESMA sera amenée à en acter la caducité par une communication formelle. **Une clarification sur ce point apparaît indispensable afin de prévenir tout risque d'insécurité juridique.**

**Par ailleurs, les adhérents de l'ASPIM estiment que le seuil de 70% des investissements poursuivant un objectif de transition ou de durabilité est suffisamment exigeant et adapté à leurs stratégies.**

## 7) Clarifier la notion d'interdiction de surréglementation au niveau national

Il est écrit à l'article 14(3) : « 3. Sans préjudice de l'article 17, paragraphe 3, les États membres veillent à ce que les autorités compétentes ou autres autorités nationales n'appliquent pas d'exigences supplémentaires à celles énoncées aux articles 3, 6, 10, 11 et 13 en ce qui concerne les exigences d'information, et aux articles 7, 8 et 9 en ce qui concerne les critères et la transparence relatifs aux produits financiers classés comme produits financiers liés à la durabilité. »

L'ASPIM demande que **l'objectif de ce paragraphe soit précisé afin de mieux comprendre ce qu'entend la Commission européenne à travers la notion d'interdiction de surréglementation au niveau national.**

Est-ce :

- (i) une **interdiction** pour les autorités régulatrices nationales (telles que l'AMF ou la BaFin) **d'apporter des clarifications ou des interprétations opérationnelles** sur des éléments du règlement qui demeureraient ambigus ? ; ou
- (ii) une **interdiction** pour les États membres **d'adopter des exigences complémentaires relatives à la prise en compte des risques de durabilité** au niveau des produits financiers — comme c'est le cas en France avec l'article 29 de la Loi Énergie-Climat ?

## 8) Adapter la date d'entrée en vigueur du Règlement après la publication des actes délégués

Lors de la publication du Règlement SFDR initial, ce dernier a été mis en œuvre avant la publication des actes délégués, destinés à compléter et préciser les méthodes de publication des informations. Afin d'éviter cela et d'accompagner au mieux les acteurs financiers dans la transition entre la SFDR 1 et la SFDR 2, il conviendrait de **déployer tous les efforts nécessaires pour que les actes délégués de la SFDR révisée soient publiés concomitamment à l'entrée en vigueur du Règlement.**

## II. Application du Règlement pour les fonds immobiliers

### 1) Définition d'un actif immobilier en transition

L'ASPIM avait travaillé en 2025 sur une définition de ce que pouvait être un actif immobilier en transition. Pour être considéré comme un actif en « transition », un actif doit au moins disposer d'un plan de transition comprenant les éléments suivants :

- Un **objectif quantitatif d'amélioration à moyen terme crédible**, où :
  - « Moyen terme » = échéancier raisonnable de 5 à 10 ans
  - Le caractère « crédible » doit être justifié par le gestionnaire d'actifs sur la base des informations suivantes :
    - **Pour la transition énergétique et climatique** : une trajectoire de décarbonisation alignée sur les accords de Paris (ce qui pourrait signifier atteindre les seuils de la taxonomie pour l'activité 7.7, ou encore, pour un actif commercial en France, respecter l'objectif de réduction de 60 % de la consommation d'énergie d'ici 2050, etc.)
    - **Pour les autres thèmes** : les éléments suivants (liste non exhaustive) :
      - Études (par exemple, étude comparative de la situation actuelle sur un marché donné par rapport à un scénario de transformation de l'utilisation d'un bâtiment, étude des

- besoins en matière de création de logements dans les zones tendues, évaluation de l'impact du scénario envisagé par rapport à un scénario de référence à l'aide d'une analyse du cycle de vie du projet, etc.)
- Éléments de benchmarking
- Seuils de taxonomie pour d'autres objectifs environnementaux (déchets, biodiversité, etc.)
- Un **plan d'action chiffré** sur une période de 5 ans (actions + coûts associés + séquençage dans le temps et jalons intermédiaires à court terme)

## **2) Exclure les liquidités de la méthodologie de calcul des KPI pour les fonds immobiliers**

Pour calculer les ratios d'alignement taxinomiques, conformément aux textes réglementaires en vigueur (article 17 du RTS SFDR) et aux recommandations des AES (voir Q I.2 des questions-réponses des AES du 17/11/22), la plupart des gestionnaires de fonds immobiliers utilisent actuellement comme dénominateur la valeur totale des actifs ou le GAV de l'AIFM.

Cependant, l'ASPIM considère que ce dénominateur n'est pas adapté aux caractéristiques spécifiques des fonds d'investissement immobilier non cotés et les désavantage par rapport aux autres classes d'actifs. En effet, les fonds d'investissement immobilier non cotés ont généralement des types d'actifs plus variés dans leur bilan que les autres types de fonds, notamment des instruments de couverture, des liquidités (dépôts à vue, créances d'exploitation).

Or, **ces liquidités, qui ne sont pas des investissements mais résultent de la trésorerie du fonds pour les dépôts à vue et de l'exploitation de l'actif sous-jacent pour les créances d'exploitation**, constituent une caractéristique distinctive des fonds d'investissement immobilier non cotés par rapport aux autres classes d'actifs, car ils sont le seul type de véhicule qui exploite l'actif sous-jacent.

Le problème est que, comme **ces liquidités ne sont pas des investissements, elles ne peuvent pas être prises en compte dans le numérateur**. Par conséquent, **lorsqu'elles sont prises en compte dans le dénominateur, elles réduisent automatiquement la portée du calcul des ratios SFDR**.

D'autant plus que ces liquidités peuvent représenter une part importante de la valeur totale des actifs et sont volatiles dans le temps, ce qui rend la gestion des ratios SFDR plus difficile pour les gestionnaires de fonds immobiliers que pour les autres classes d'actifs.

Avec ce champ d'application réduit, **les fonds d'investissement immobilier non cotés se trouvent pénalisés par rapport aux autres classes d'actifs, ce qui crée un risque important en termes de compétitivité et d'éligibilité aux catégories transition et durable** (à la fois pour le seuil de 70% des investissements éligibles ou pour le seuil de 15% d'alignement taxinomique).

À la lumière de ces observations, l'ASPIM propose d'adapter la méthodologie utilisée pour calculer les ratios SFDR dans le cas spécifique des fonds d'investissement immobilier non cotés en se concentrant sur les investissements réalisés par le produit et en excluant les liquidités, à savoir les dépôts à vue et les créances opérationnelles du dénominateur. **La base de calcul à utiliser ne devrait donc prendre en compte que les investissements réalisés par le fonds, c'est-à-dire les actifs immobiliers et les éventuels actifs financiers figurant à l'actif du bilan, à l'exclusion des liquidités (dépôts à vue et créances d'exploitation).**

De plus, afin d'assurer la cohérence entre les différentes dispositions réglementaires, l'ASPIM recommande que cette méthodologie soit également utilisée pour la taxonomie et pour les lignes directrices de l'ESMA sur les noms des fonds.

---