

# Rendre le capital- investissement **ACCESSIBLE**

GUIDE PRATIQUE ET PROPOSITIONS

SEPTEMBRE 2022

# Avant-Propos

## Claire Chabrier

Présidente de France Invest

## Rendre le capital-investissement accessible au plus grand nombre

Le capital-investissement est devenu en quelques années un rouage majeur du financement de l'économie française. Avec plus de 9 000 start-up, PME et ETI accompagnées en France et en Europe, il contribue avec succès à faire accélérer et à transformer les entreprises françaises. La classe d'actifs a su convaincre entrepreneurs comme investisseurs de sa pertinence pour accompagner la croissance des entreprises, soutenir la création d'emploi, aider les pépites de nos territoires à se transformer, être moteur d'une transition juste et d'une économie durable. Elle a su démontrer sa capacité à créer de la valeur au sein des entreprises avec des performances stables, supérieures aux autres classes d'actifs sur longue période.

Les investisseurs institutionnels français et étrangers ne s'y sont pas trompés et ont augmenté progressivement, en l'espace d'une décennie, leurs allocations à la classe d'actifs, qui a triplé de taille en une dizaine d'année.

L'émergence d'un écosystème diversifié, riche, désormais à même d'accompagner tout type d'entreprise dans ses projets de croissance est une excellente nouvelle pour l'économie française : c'est désormais la principale voie d'accès à un accompagnement en fonds propres pour des start-up, PME et ETI qui font face à des défis majeurs. Innovation, décarbonation, digitalisation, internationalisation : les dirigeants d'entreprise font face à de nombreux enjeux et l'accompagnement des adhérents de France Invest est et sera un atout précieux.

Ainsi, si l'économie française souhaite conserver son dynamisme et son attractivité au niveau international, elle doit se doter des moyens de financement en capital importants. Et pour cela, l'orientation d'une partie de l'épargne des Français vers les entreprises non cotées est un enjeu clé.

Au-delà du financement de l'économie, dans un contexte d'inflation et de questionnements sur le pouvoir d'achat, la rémunération de l'épargne de tous les Français prend une importance toute particulière : il y a un enjeu d'équité à ce que les bonnes performances sur longue période du capital-investissement puissent bénéficier largement à l'ensemble des épargnants qui le souhaiteraient.

Par ailleurs, le capital-investissement est une classe d'actifs qui donne du sens au fait d'investir : elle permet à l'épargnant de contribuer utilement au financement de l'économie de son pays, à proximité, sans parler des investissements plus thématiques, dans la transition écologique et énergétique par exemple, ou qui financent l'innovation technologique ou médicale.

Bénéfique pour les entreprises, pour l'économie française et pour les investisseurs, placement stable de long terme dont les caractéristiques s'accordent parfaitement avec les enjeux de financement de la retraite notamment, on peut s'interroger sur les raisons qui conduisent le capital-investissement à représenter encore aujourd'hui une si faible part de l'épargne des Français, que ce soit en direct ou de façon intermédiaire (épargne salariale, assurance-vie, et caisse de retraite). Les raisons sont multiples.

Les lignes commencent déjà à bouger : depuis plusieurs années, on compte de plus en plus d'investisseurs particuliers aux côtés des institutionnels, plutôt de profils « investisseurs sophistiqués ». Cette ouverture de la classe d'actifs va s'accélérer car la demande des épargnants pour un investissement qui a du sens, qui génère un impact positif à proximité et qui offre du rendement augmente : à nous de l'accompagner. ►

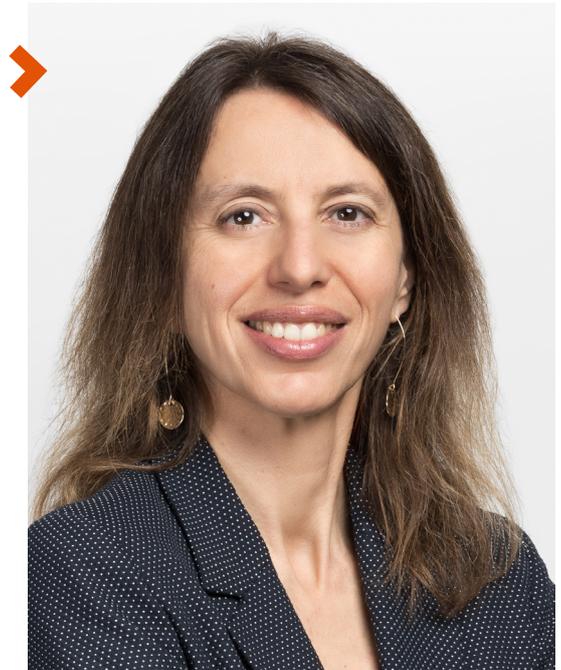
**Notre ambition ? Accompagner les différents acteurs de la chaîne de valeur : sociétés de gestion, producteurs et distributeurs pour surmonter les barrières et accélérer leur connaissance.**

Pour atteindre notre objectif, nous avons identifié des freins réglementaires qui subsistent, malgré la loi PACTE, et opérationnels qu'il conviendra de lever. Il s'agira également d'accompagner les distributeurs dans la mise en œuvre concrète du capital-investissement pour les particuliers, de favoriser la connaissance de la classe d'actifs et d'éclairer sur les questions techniques liées à la liquidité.

C'est dans ce contexte que France Invest a mis en place un groupe de travail dédié à l'accès au capital-investissement, avec pour ambition de mobiliser plus d'épargne à travers l'assurance-vie, l'épargne retraite et l'épargne salariale, gérer les questions de liquidité et former les réseaux de distribution.

Pour nourrir ces travaux, une trentaine d'auditions ont été conduites auprès de pouvoirs publics, assureurs, acteurs de l'épargne retraite, associations de place, distributeurs, plateformes en ligne et teneurs de comptes conservateurs.

Je tiens à remercier très chaleureusement Guillaume Cousseran et Emilie Lhopitallier, qui ont accepté de coprésider ce groupe de travail, et les membres de France Invest qui ont contribué à ces travaux (cf. annexe I) ainsi que les représentants des entités qui ont bien voulu participer aux auditions que nous avons menées (cf. annexe II).



# Édito

## Guillaume Cousseran

## Emilie Lhopitalier

Co-présidents du Groupe de Travail « Démocratisation du Capital-Investissement » de France Invest

Le capital-investissement est une classe d'actif relativement jeune, qui a fait son apparition en France dans les années 1980. Pendant longtemps, elle fut réservée aux clients institutionnels capables d'investir des montants de plusieurs millions d'euros, sans liquidité pendant une dizaine d'années, et de gérer des engagements suivis d'appels de fonds progressifs.

Pour le grand public, la classe d'actifs apparaissait alors comme complexe et peu liquide, et réservée – en dehors des fonds dits « fiscaux » – à des investisseurs sophistiqués et disposant de moyens financiers importants.

Pourtant, les fondamentaux du capital-investissement sont assez simples : investir dans des sociétés non cotées, sur un horizon moyen-long terme, dans un projet de développement des entreprises accompagnées, avec une gouvernance souvent active. Au fil des décennies, le capital-investissement a su gagner en maturité et se démystifier. Il a pu surtout démontrer sa surperformance sur le moyen-long terme par rapport aux autres classes d'actifs, sa résilience et sa faible volatilité comparée aux marchés boursiers.

Dans un contexte de taux d'intérêt faibles voire négatifs et de marchés boursiers souvent perturbés depuis la crise de 2008-2010, les clients privés se sont intéressés de plus en plus aux fonds de capital-investissement dans une recherche de diversification, de rendement et de moindre volatilité.

La première étape de la démocratisation du capital-investissement a été initiée par les investisseurs particuliers fortunés. En effet, les fonds de capital-investissement « classiques » possédaient des caractéristiques qui les rendaient souvent inatteignables pour le grand public :

- Des tickets d'entrée minimums élevés, souvent de plusieurs centaines de milliers ou millions d'euros,
- Une absence de liquidité, inhérente aux fonds fermés généralement d'une durée de vie de 10 ans,
- Une gestion administrative complexe avec appels de fonds progressifs et distributions.

En parallèle, les réglementations à la fois française et européenne maintenaient la plupart des fonds inéligibles aux investisseurs de détail ou à leurs principaux outils

d'épargne ou de placement. En effet, la plupart des véhicules étaient réservés – et leur commercialisation autorisée – aux seuls clients professionnels.

Dans ce cadre, l'assurance-vie française, qui représente le principal vivier de l'épargne des ménages français (31 % du patrimoine financier des ménages français en 2021, qui représentait un total de 5 922 milliards d'euros au troisième trimestre 2021), ne pouvait en pratique accéder au capital-investissement par le biais des unités de compte et donc participer au financement des PME et ETI non cotées, et donc plus largement au financement de l'économie française. Si l'on compare avec les marchés anglo-saxons, où la plus grande partie du patrimoine financier des ménages est logée dans les fonds de pension (par exemple, ils représentaient 64 % du patrimoine financier des Britanniques en 2018 – hors immobilier), ces derniers ont été de longue date de grands pourvoyeurs de capitaux pour le capital-investissement. Ainsi l'économie française souffrait d'un désavantage compétitif important en termes de sources de financement des entreprises.

La loi Macron en 2015 puis la loi PACTE en 2019 ont eu pour ambition d'orienter l'épargne des ménages français vers le financement de l'économie réelle et, en levant un certain nombre de freins réglementaires, ont considérablement facilité l'accès aux fonds de capital-investissement pour les investisseurs, que ce soit en direct ou via l'assurance-vie, les PEA-PME, l'épargne salariale ou l'épargne retraite. Malgré ces avancées, le capital-investissement reste largement méconnu et représente encore à ce jour une part infime du patrimoine financier des ménages en France. La collecte accélère chaque année et le potentiel est immense.

Ce rapport a pour objectif de dresser un état des lieux sur la situation actuelle (domaine des possibles, grains de sables réglementaires ou opérationnels), de formuler des propositions, et enfin d'améliorer la connaissance de la classe d'actifs à la fois en termes de communication et de formation.

Nous remercions tous les participants du groupe de travail organisé au sein de France Invest pour leur contribution, ainsi que les différents professionnels qui ont accepté d'être auditionnés dans le cadre de la préparation de ce rapport.

[1] <https://ipbes.net/news/Media-Release-Global-Assessment-Fr>

[2] <https://ipbes.net/events/ipbes-ipcc-co-sponsored-workshop-report-biodiversity-and-climate-change>

# Synthèse

## Propositions de France Invest visant à accélérer la démocratisation du capital-investissement

### RÉSUMÉ DES PROPOSITIONS DU GROUPE DE TRAVAIL POUR FLUIDIFIER LA DISTRIBUTION DES FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT AUX INVESTISSEURS PARTICULIERS : 22

#### INVESTISSEMENT DIRECT : 22

- Utiliser les plateformes digitales pour fluidifier la gestion du passif et l'expérience client
- Etendre les avancées de la loi PACTE aux FIP et FCPI
- Développer la gestion en nominatif administré
- Pérenniser le taux de la réduction d'impôt accordée en cas de souscription au capital de PME via les FIP et FCPI

#### ASSURANCE-VIE : 25

- Faciliter la gestion des produits illiquides en prévoyant que, par défaut, en cas de rachat partiel, c'est une autre UC qui est débitée
- Introduire l'idée d'arbitrages entre UC (optionnels) ou euro-UC pour gérer des appels progressifs
- Compiler un Q&A sur le code des assurances
- Relancer les fonds euro-croissance

#### ÉPARGNE SALARIALE/RETRAITE : 30

##### Rendre éligibles les FPCI et FPS aux PER :

- Introduire, en cas de demande de transfert individuel sortant, la possibilité pour le gestionnaire « sortant » de livrer l'épargne investie en véhicule de capital-investissement en titres ou de réaliser un transfert partiel
- Introduire pour les véhicules investis à plus de 20 % en actifs illiquides un délai supplémentaire de 3 mois pour le versement des sommes en cas de déblocage

##### Ratios et quotas juridiques des FCPE :

- Aligner les règles d'investissement de l'ensemble des FCPE sur celles des FCPE éligibles aux Plan d'Épargne Retraite d'entreprise
- Adapter les règles de respect des quotas juridiques

##### Gestion pilotée :

- Inclure une obligation de présence de 10 % de fonds de capital-investissement à plus de 10 ans dans le profil dynamique de gestion pilotée
- Introduire une obligation pour les FCPE PEA-PME d'investir 10 % de leur actif en parts de fonds communs de placement à risques

#### PEA : 31

- Introduire une période de grâce avant d'atteindre le ratio de 75 %
- Développer les offres de fonds secondaires
- Rendre les investissements en quasi-fonds propres éligibles

## AMÉLIORER LE CADRE RÉGLEMENTAIRE ET FISCAL :

33

- Externaliser la doctrine de l'AMF concernant les fonds evergreen
- Revoir la définition des investisseurs professionnels dans le cadre de la révision de la directive AIFM
- Permettre la structuration de fonds de fonds et l'utilisation de holdings financières, supprimer le ticket d'entrée et du montant minimum du portefeuille investi, dans le cadre de la révision du Règlement ELTIF
- Adapter le SRI des fonds de capital-investissement et instaurer un régime dérogatoire pour les fonds à horizon de temps long ou commercialisés sur un mode « B2B2C » à travers l'assurance-vie
- Introduire une part minimum de capital-investissement dans les grilles de gestion des trois profils de risque avec des horizons à 5, 10 et 15 ans
- Mettre en place un nouveau véhicule de dette privée
- Supprimer l'agrément retail exigé par l'AMF dans le cadre d'une distribution B2B2C exclusive, dans le cas où le distributeur lui-même est sous la supervision directe de l'ACPR
- Supprimer l'accord préalable du bénéficiaire de la remise en titres dans le cadre de contrats d'assurance
- Introduire une période de grâce plus longue et un plus grand nombre de jokers pour les fonds evergreen et permettre aux gérants de fonds de fonds européens de calculer eux-mêmes les ratios des investissements sous-jacents sur la base des rapports reçus

## CRÉER UN MARCHÉ SECONDAIRE ET ACCOMPAGNER LA FIN DE VIE DES FONDs

37

## DÉVELOPPER LES PRODUITS MIXTES ET APPELS DE FONDs

38

## RENFORCER LA FORMATION ET LA COMMUNICATION :

38

- Démystifier la classe d'actifs et consolider son image
- Renforcer les échanges et la formation des intermédiaires (outils digitaux)
- Développer les échanges avec les prescripteurs
- Créer des modules de formation digitaux

## ► Pourquoi investir une partie du patrimoine des ménages dans le capital-investissement ?

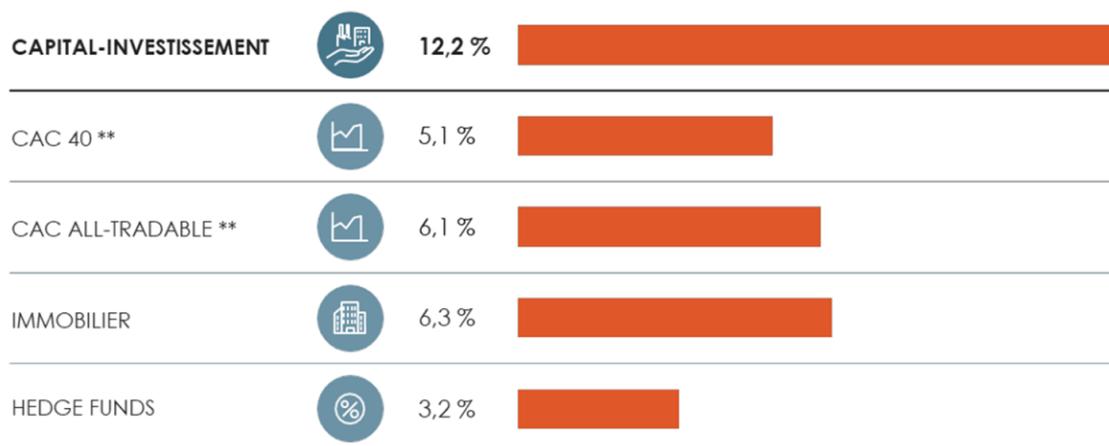
Le capital-investissement, dans une acception large incluant l'ensemble du non coté (y compris dette et infrastructure) hors immobilier, est un acteur majeur du financement de l'économie. En 2021, les adhérents de France Invest ont collecté au total auprès de leurs souscripteurs un total de 50,9 milliards d'euros et investi 50,3 milliards d'euros. Parmi ces montants, les fonds de dette gérés en France par les adhérents de France Invest ont levé 9,3 milliards d'euros et investi 14,7 milliards d'euros.

Les montants levés et investis sont en croissance forte depuis plusieurs années, témoignant de l'attractivité de la classe d'actifs auprès des souscripteurs français et internationaux.

A cet égard, la performance des véhicules dédiés au non coté (immobilier, capital-innovation, capital-développement, capital-transmission, dette privée, infrastructure) qui s'est maintenue à un niveau élevé et stable dans différents cycles de marché, a contribué à renforcer les marques d'intérêt des investisseurs institutionnels dans un contexte de taux bas.

### PERFORMANCES ANNUELLES SUR 15 ANS

A FIN 2021, MOYENNES SUR LA PÉRIODE 2007-2021



Source : France Invest et EY (Etude de performance 2021)

Plus largement, la capacité des adhérents de France Invest à donner du sens aux investissements en orientant l'épargne vers l'économie réelle, l'innovation et les start-up, en contribuant à renforcer le positionnement des entreprises accompagnées sur le plan ESG, et en ayant un impact concret et documenté sur la croissance et la création d'emploi des participations a su convaincre de nombreux investisseurs institutionnels. Les adhérents de France Invest accompagnent 8 900 entreprises dont 7 400 en France, à 80 % des PME (20 % des ETI), partout sur les territoires. Ils fournissent un accompagnement et un investissement de long terme - entre 5 et 7 ans en moyenne, le temps de faire grandir et d'accompagner les transformations des entreprises.

L'impact du capital-investissement est aussi de s'engager pour l'économie, en créant 250 000 emplois en 5 ans et renforcer ainsi l'attractivité et le dynamisme des territoires. Nous souhaitons continuer à accélérer et financer l'innovation en France afin d'ancrer en Europe les pépites technologiques françaises.

Au-delà de ces atouts en termes de rendement, de sens, de financement du tissu entrepreneurial français, la classe d'actifs permet une diversification du patrimoine. En effet, celle-ci est moins volatile que les marchés financiers.

Ces chiffres et la performance des véhicules de capital-investissement cachent un écueil : la distance entre les particuliers et l'investissement dans le non coté.

Le capital-investissement au sens large, incluant l'ensemble des acteurs du non coté hors immobilier, représente une part infime du patrimoine des ménages français; directement ou indirectement via UC, on estime cette part à moins de 0,1 % du patrimoine financier des ménages (3e trimestre 2021).

L'intérêt des investisseurs personnes physiques et des *family offices* (FO) est pourtant bien présent depuis plusieurs années pour le capital-investissement. Ainsi, les montants investis en général par les personnes physiques et les FO sont en augmentation tendancielle depuis 2016 et ont atteint un record historique en 2021, avec 4,8 milliards d'euros levés (en tenant compte des capitaux levés au travers des contrats d'assurance-vie en unité de compte) dans des produits de capital-investissement (hors infrastructure et dette).

[3] Source : Banque de France

Il convient toutefois de noter que ces investisseurs privés sont encore majoritairement des profils dits « avertis » ou plus simplement des profils avec un patrimoine financier significatif, qualifiés par les prestataires de service d'investissement de high net worth ou ultra-high net worth, et qui ont la capacité d'investir dans des fonds réservés aux investisseurs professionnels avec des tickets unitaires supérieurs à 100 000 euros. Ils investissent d'ailleurs majoritairement en direct dans les fonds.

En dehors de cette population, les investissements réalisés directement ou indirectement (via des contrats d'assurance-vie en unité de compte, des plans d'épargne retraite...) par le biais de fonds ouverts aux investisseurs de détail restent très limités. Ils ont d'ailleurs historiquement été quasi exclusivement réalisés par le biais de fonds bénéficiant d'un avantage fiscal à l'entrée (réduction d'imposition à l'impôt sur le revenu (IR) ou à l'impôt sur la fortune (ISF).

Pour France Invest, les performances du capital-investissement ne doivent pas être réservées à quelques-uns et il apparaît donc souhaitable de promouvoir un élargissement de l'accès à la classe d'actifs à une base beaucoup plus large d'investisseurs que les seuls investisseurs institutionnels ou les particuliers les plus fortunés, pour des tickets d'investissement unitaires allant de quelques milliers d'euros à 100 000 euros.

Plus largement, le capital-investissement doit continuer à jouer son rôle de pont entre l'épargne, généralement mal rémunérée et trop souvent éloignée de l'économie réelle porteuse de sens, et les besoins de financement des entreprises, qui vont aller croissant avec le défi de la décarbonation de l'économie, de la digitalisation, et de la transformation des PME en ETI. La mobilisation directe et intermédiée de l'épargne doit y contribuer de façon déterminante.

# Table des matières

<b>Partie 1   État des lieux de l'accès des particuliers aux produits de capital-investissement</b>	<b>11</b>
1. Cartographie des véhicules de capital-investissement	
Focus sur les fonds <i>evergreen</i>	13
2. Les principaux freins à la démocratisation du capital-investissement	19
<b>Partie 2   Canaux de distribution</b>	<b>21</b>
1. Investissement direct	
2. Assurance-vie	23
3. Epargne salariale/épargne retraite	27
4. PEA et PEA PME-ETI	31
<b>Partie 3   Propositions visant à rendre le capital-investissement accessible</b>	<b>32</b>
1. Propositions relatives aux différents canaux de distribution	
2. Propositions relatives au cadre réglementaire et fiscal	33
3. Propositions concernant la création d'un marché secondaire et l'accompagnement de la fin de vie des fonds	37
4. Propositions relatives aux produits mixtes et aux appels de fonds	38
5. Propositions relatives à la communication et la formation	38
<b>CONCLUSION</b>	<b>40</b>
<b>GLOSSAIRE</b>	<b>41</b>
<b>ANNEXES</b>	<b>43</b>



La réflexion menée par le groupe de travail organisé par France Invest s'est concentrée sur un état des lieux de l'accès des particuliers aux produits de capital-investissement et des propositions à formuler pour lever les barrières résiduelles à leur investissement dans cette classe d'actifs.

Le présent document ne couvre pas les enjeux relatifs à la finance durable et à la commercialisation de véhicules affichant une composante « durable » dans leur communication. Cette dimension, qui deviendra sans doute un élément clé pour la commercialisation de tous les véhicules d'investissement, notamment auprès des particuliers, n'est pas abordée dans ce document car elle représente à elle seule un enjeu majeur et général pour tous les acteurs du capital-investissement et toutes les typologies d'investisseurs.

L'état des lieux de l'accès des particuliers au capital-investissement et les pratiques et usages concernant les différents canaux de distribution, ainsi que les recommandations formulées, se concentrent sur l'accès « direct » et « intermédié » aux performances des fonds de capital-investissement, dès lors qu'il résulte d'un choix discrétionnaire de l'investisseur. Cela pourra inclure les plans d'épargne en actions (PEA), les contrats d'assurance vie en unités de compte, l'épargne salariale et l'épargne retraite (y compris en gestion pilotée), ainsi que, naturellement, l'accès en direct dans les fonds, mais pas les investissements indirects à travers un fonds en euros ou via une caisse de retraite collective.

Peuvent être concernées, en revanche, au-delà des épargnants, les entreprises mettant à disposition de leurs salariés de tels fonds dans le cadre de l'épargne salariale ou de l'épargne retraite d'entreprise.

Enfin, les réflexions couvrent indifféremment les fonds de capital-investissement (innovation, développement, transmission...) et de dette privée.

# Partie 1 | État des lieux de l'accès des particuliers aux produits de capital-investissement



Le capital-investissement est actif en France depuis près de 40 ans. Le marché est mature et structuré au travers de professionnels aguerris à cette classe d'actifs, régulés et ayant le statut de sociétés de gestion de portefeuille agréées par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), et de différents véhicules d'investissement. Ces produits sont accessibles à différentes catégories de clients : certains sont réservés à des types d'investisseurs bien définis, d'autres sont accessibles à tous.

La cartographie des véhicules de capital-investissement révèle la grande diversité des supports de capital-investissement accessibles aux investisseurs particuliers à travers différents modes de commercialisation.

Toutefois, les montants souscrits par ces derniers dans les fonds de capital-investissement représentent une part encore infime de leur épargne financière. Il subsiste en effet des facteurs qui freinent l'accès des particuliers aux produits de capital-investissement.

## 1. Cartographie des véhicules de capital-investissement

### 1.A UNE GRANDE VARIÉTÉ DE VÉHICULES DE CAPITAL-INVESTISSEMENT

Les véhicules de capital-investissement offrent aujourd'hui une grande diversité de supports avec des régimes de fonctionnement spécifiques.

Parmi les principales caractéristiques de la classe d'actifs figure la faible liquidité des parts de certains véhicules. Aussi nous proposons de distinguer la gamme traditionnelle des véhicules de capital-investissement fermés (i.e. pour lesquels les facultés de rachats sont limitées et qui inclut des fonds avec une durée de vie limitée, constitués sous forme de fonds (FPCI, FPS, FCPR, FCPI, FIP, etc.) ou de sociétés (holding, SCR...) de celle des fonds dits « ouverts », parmi lesquels les fonds evergreen plus récemment développés, et qui permettent aux investisseurs des acquisitions ou cessions de parts avec une plus grande souplesse.

**A cette principale différence s'ajoutent des spécificités relatives à :**

- La nature juridique des véhicules d'investissement constitués soit sous forme de fonds (i.e. sans personnalité morale et dans ce cas représentés par leur société de gestion) soit sous forme de société (i.e. avec une personnalité morale) ;

- La nature fiscale des véhicules, souvent engagés au respect de quotas d'investissement juridiques et/ou fiscaux octroyant dans ce cas des avantages fiscaux à leurs souscripteurs ;
- La catégorie réglementaire qui impose des règles de commercialisation – sous la supervision de l'AMF – adaptée au public visé ;
- Des modes opératoires caractéristiques et notamment une gestion différenciée des appels de fonds (immédiats ou progressifs) ou de la durée de vie (généralement limitée pour les fonds fermés ou de maximum 99 ans pour les sociétés ou les fonds *evergreen*) ;
- La stratégie d'investissement de chaque véhicule qui permet de couvrir selon les cas tous les secteurs d'activité et tous les stades de développement des entreprises accompagnées.

Tous ces véhicules ou fonds de capital-investissement sont des Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA) au sens de la Directive européenne AIFM . Ne seront traités dans ce rapport que les aspects spécifiques d'une commercialisation auprès d'une clientèle élargie.

### 1.A.I STRUCTURE TRADITIONNELLE : LES FONDS FERMÉS

Les fonds de capital-investissement sont traditionnellement et encore en grande majorité structurés comme des fonds fermés. Les souscripteurs s'engagent sur un montant maximal à souscrire qui sera appelé immédiatement ou progressivement selon la nature juridique et fiscale des véhicules. Leur durée de vie est généralement limitée dans le temps (10 ans dans la majorité des cas).

Ces engagements permettent de financer un ensemble d'investissements – en cohérence avec la stratégie d'investissement du véhicule – dont la valeur augmentera ou diminuera corrélativement avec la performance de ces placements. Les parts initialement souscrites seront remboursées puis généreront le cas échéant des plus-values au fur et à mesure de la cession des investissements et ce jusqu'à la liquidation finale du fonds.

Dans ce cas, les conditions de rachat de parts sont strictement encadrées et très limitées voire inexistantes, hors du marché secondaire. En particulier, il existe des périodes de blocage de rachat de parts détaillées en annexe III.

Parmi les véhicules les plus connus de la clientèle des particuliers, figurent notamment les fonds dits « fiscaux » (FCPI et FIP), c'est-à-dire les fonds offrant un avantage fiscal à l'entrée (IR PME et, avant 2017, ISF PME) et qui de ce fait ont connu un développement important. Cette dynamique a été réduite à la suite de la suppression de l'ISF PME et à cause des contraintes de liquidité propres à l'ensemble des fonds fermés peu adaptés à la clientèle des particuliers.

### 1.A.II UNE ÉVOLUTION RÉCENTE : LES FONDS OUVERTS ET EVERGREEN

Depuis 2017 se sont développés ce que l'on appelle les fonds *evergreen* (ou « perpétuels »), c'est-à-dire des véhicules dont la durée de vie n'est pas limitée, puisqu'en France un fonds *evergreen* peut durer jusqu'à 99 ans<sup>5</sup>. Ils sont dans leur grande majorité des fonds ouverts (compte tenu de leur durée de vie) qui permettent aux souscripteurs – sous certaines conditions – des rachats ou cessions de parts avec une plus grande souplesse que pour les fonds fermés. Par exemple, les investisseurs des fonds *evergreen* peuvent demander à certaines périodes et à certaines fréquences à sortir du fonds, alors qu'ils doivent attendre les distributions et la liquidation du véhicule dans le cas des fonds fermés traditionnels.

Un fonds *evergreen* se retrouve libéré de l'obligation de revendre ses actifs dans un laps de temps dicté par une date de clôture prédéterminée du fonds, mais il ne doit le faire que lorsqu'une partie importante des investisseurs souhaitent quitter le véhicule de placement. Avant la période de liquidation, pendant la vie du fonds, les produits de cession des participations sont généralement réinvestis comme un fonds de capitalisation.

## FOCUS SUR LES FONDS EVERGREEN

Les fonds ouverts et *evergreen* présentent des caractéristiques intéressantes. En effet, même si certains distributeurs relèvent l'importance d'un effet « rareté » des produits de capital-investissement avec des fenêtres de souscription courtes, les fonds *evergreen* permettent aux distributeurs de disposer « sur l'étagère » de produits ouverts à la souscription pour une longue période.

Toutefois, le cadre réglementaire des fonds *evergreen* reste souvent inadapté, en particulier en ce qui concerne les ratios juridiques, les modalités de rémunération, les dépassements de seuils et les jokers, ainsi que la nature des frais (commissions de surperformance).

Surtout, le manque de visibilité récent sur les attentes du régulateur a découragé le dépôt de demandes d'agrément et le référencement de nouveaux produits de capital-investissement de type FCPR *evergreen*. Notamment, le montant d'actifs liquides attendu, les outils considérés comme liquides (cash, actions cotées...) et qu'il est possible d'inclure dans le calcul du ratio juridique, la possibilité de recourir à une ligne de crédit, la prise en considération d'éventuelles *gates* figurent parmi les points qui mériteraient d'être clarifiés.

Nous comprenons que la ligne de conduite qui a pu être tenue jusqu'à présent irait dans le sens d'un encadrement des contraintes de liquidité des fonds *evergreen* en imposant l'obligation d'une poche de 30 % de liquidité. Cette approche nous semble disproportionnée par rapport au réel besoin de liquidité de ces véhicules et risque de grever la performance des fonds *evergreen*.

De manière générale, il est fortement conseillé de contacter l'AMF très tôt pour présenter le projet de création de fonds et comprendre les contraintes et différentes étapes vers l'agrément d'un fonds *evergreen*.

**A date, les fonds evergreen agréés par l'AMF en 2019, 2020 et 2021 présentent les caractéristiques suivantes sur les 3 points majeurs d'attention qui ressortent :**

### 1. LIQUIDITÉ :

Une approche différenciée, selon que la distribution se fait en direct ou à travers l'assurance-vie (schéma dans lequel l'assureur prend en charge une partie du risque de liquidité) a été constatée.

Régime général : lorsque le fonds peut accueillir des clients particuliers en direct (en compte titre ou si possibilité de remise en titres), une poche liquide jusqu'à 30 % de l'actif du fonds est exigée. Cependant, l'existence de *gates* (plafonds de rachats) et de périodes de préavis sont pris en compte et des « stress tests » sont étudiés pour juger de la liquidité du fonds. Les *fund level gates* (plafonds de rachats pour tous les investisseurs confondus) représentent en général 2 % de l'actif du fonds par mois ou 6 % par trimestre.

Régime dérogatoire : si le fonds est distribué via l'assurance-vie uniquement (sans possibilité de remise en titres), une poche de liquidité moins importante est demandée, elle peut être réduite à 10 % si les assureurs acceptent en side letter des *investor level gates* (plafonds de rachat pour chaque investisseur individuellement) plus contraignantes.

Dans ce cadre, les actifs suivants seraient considérés comme liquides : trésorerie, actions cotées (avec suffisamment de volume de trading), obligations cotées, OPC liquides. A l'inverse, la prise en compte des lignes de crédit, pour des questions de pérennité de ces lignes qui peuvent s'étioler dans le temps (alors que les fonds peuvent durer 99 ans) ne semble pas admise. Néanmoins, elles pourraient être prises en compte dans les « stress tests » à condition d'en démontrer l'existence au moment de l'agrément. Une autre piste de réflexion concerne les assurances de liquidité (qui sont par exemple utilisées par les hedge funds) mais aucun cas concret n'aurait encore été testé.

### 2. VALORISATION :

L'AMF s'assurerait que les méthodes et fréquences de valorisation fournissent une juste valeur des parts du fonds de manière régulière comme pour tous les fonds.

### 3. COMMISSIONS DE SURPERFORMANCE OU PERFORMANCE :

L'AMF s'assurerait que les rémunérations variables se concrétisent si le fonds a réellement créé de la valeur pour les investisseurs sur le long terme.

Les spécificités de ces fonds evergreen ne sont pas nécessairement compatibles avec un certain nombre de dispositifs réglementaires et fiscaux construits pour des véhicules fermés, prévus pour durer une dizaine d'années. Par exemple, la Loi Arthuis (2013) encadrant le régime du *carried interest* et sa fiscalité n'avait pas prévu le cas des fonds evergreen.

#### France Invest appelle l'AMF à externaliser sa doctrine concernant les fonds evergreen

L'externalisation de la doctrine de l'AMF permettrait d'encourager leur développement. En particulier, il serait opportun d'apporter des clarifications concernant la poche de liquidité qui leur est imposée. Ainsi, il serait utile de préciser, voire élargir, les actifs qui peuvent entrer dans la composition de cette poche. Par ailleurs, la taille de cette poche de liquidité devrait pouvoir être adaptée en fonction des possibles mécanismes de liquidité mis en place par le fonds, tels que des *gates* ou des pénalités en cas de rachats volontaires. Elle pourrait également être réduite dans les cas où les fonds sont logés dans des contrats d'assurance-vie dont l'assureur prend une partie de la liquidité en charge. Pourraient également être envisagées la possibilité d'utiliser les fonds euros du souscripteur du contrat d'assurance (mise en place d'une poche d'épargne multi-usage servant de *buffer*) ou la mise en place d'une assurance liquidité.

## 1.B CATÉGORIES D'INVESTISSEURS, MODES DE COMMERCIALISATION ET CHIFFRES CLÉS

Si certains véhicules de capital-investissement sont ouverts à tous les investisseurs, la plupart sont dédiés à des catégories spécifiques de clients. La Directive MIF2<sup>6</sup> a permis de normaliser au niveau européen les différentes catégories de clientèle en distinguant les clients professionnels des clients non professionnels. A ces catégories européennes s'ajoute celle d'investisseurs « avertis » définie au niveau français.

Ces véhicules leur sont accessibles à travers différents modes de commercialisation, soit en direct soit par le biais de distributeurs.

### 1.B.I TROIS GRANDES CATÉGORIES D'INVESTISSEURS

#### • LES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS

Un client professionnel est un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus. Les critères retenus de la directive permettent d'identifier :

- Les clients professionnels par nature selon la liste<sup>7</sup> qui inclut notamment les entités qui sont tenues d'être agréées ou réglementées pour opérer sur les marchés financiers, les grandes entreprises, les gouvernements, les banques centrales, les institutions internationales, etc.
- Les clients professionnels sur critères financiers<sup>8</sup> – qui permet d'inclure un certain nombre de sociétés ;
- Les clients professionnels sur option<sup>9</sup> – qui permet, sous réserve de respecter un certain nombre de conditions, de qualifier leur niveau de connaissance eu égard leurs habitudes d'investissement financier.

6 Directive 2014/65/UE du Parlement européen

7 Article D.533-11 1 du Code Monétaire et Financier

8 Article D.533-11 2 du Code Monétaire et Financier respect de 2 parmi 3 critères suivants total du bilan égal ou supérieur à 20 millions d'euros ; chiffre d'affaires net ou recettes nettes égaux ou supérieurs à 40 millions d'euros ; capitaux propres égaux ou supérieurs à 2 millions d'euros.

9 Article 314-6 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers

## • LES INVESTISSEURS NON PROFESSIONNELS OU DE DÉTAIL

La deuxième grande catégorie de clients établie par la Directive MIF2 est celle des « clients non professionnels » ou « de détail ». Ces individus sont susceptibles d'investir des montants démarrant à quelques milliers d'euros (typiquement 5 000 euros) dans le non-coté.

En matière d'investissements financiers, les épargnants particuliers, même les plus sophistiqués, ne disposent pas d'un niveau de connaissance et d'expérience équivalent à celui des professionnels. C'est pourquoi la réglementation prévoit que les épargnants sont de facto considérés comme des non-professionnels. Ces derniers bénéficient ainsi de la meilleure protection possible s'ils ont besoin de souscrire un produit d'investissement. Cette protection passe notamment par un conseil financier très encadré et une information détaillée sur la nature des placements financiers et les risques associés<sup>10</sup>.

## • LES INVESTISSEURS AVERTIS

En complément des catégories de clients professionnels et non professionnels définies au niveau européen par la Directive MIF2, l'AMF a défini une 3e catégorie, celle des investisseurs « avertis » (cf. annexe IV). Ces investisseurs ne sont pas des clients professionnels au sens de la Directive MIF2 mais peuvent investir dans des fonds professionnels (FPCI, FPS)<sup>11</sup>, la notion de fonds professionnels (définition en droit national au sein du code monétaire et financier) n'étant pas identique à celle de fonds réservés à des clients professionnels au sens de MIF2 (droit européen). Ils investissent en général des tickets supérieurs à 100 000 euros.

Ils sont souvent accompagnés par des conseillers en gestion patrimoniale (CGP) et ont généralement une connaissance déjà forte des atouts de la classe d'actifs. Les montants – en croissance – levés auprès de ces souscripteurs semble témoigner d'une certaine maturité du marché, qui prolonge celui des family offices.

Ces investisseurs particuliers peuvent en théorie prétendre aux caractéristiques de clients professionnels « sur option » et ont accès à la gamme quasi complète de véhicules d'investissements proposés aux investisseurs professionnels. Toutefois, cette faculté reste peu utilisée aujourd'hui. Elle nécessite l'engagement d'un prestataire de service d'investissement qui, sur demande d'un investisseur non-professionnel, accepte de le reconnaître comme professionnel au regard d'un certain nombre de paramètres<sup>12</sup>.

La population des particuliers, investissant dans des fonds ouverts aux investisseurs non professionnels, participent historiquement peu aux levées des fonds de capital-investissement, que ce soit en direct ou indirectement. Cependant, les assouplissements introduits par la loi Macron et la loi PACTE permettent aujourd'hui une montée en puissance de la clientèle de détail.

**France Invest plaide dans le cadre de la révision de la Directive AIFM pour introduire un régime harmonisé européen de « semi-professionnel ».**

## 1.B.II MODES DE COMMERCIALISATION AUPRÈS DES PARTICULIERS

Contrairement aux véhicules destinés aux investisseurs professionnels, commercialisés directement par la société de gestion, les véhicules dédiés principalement à une clientèle non-professionnelle sont souvent distribués par l'intermédiaire de différents acteurs. Cette commercialisation intermédiée entraîne ainsi certains coûts additionnels de distribution.

<sup>10</sup> <https://www.amf-france.org/fr/epargnants-quels-sont-les-avantages-du-statut-de-client-non-professionnel>

<sup>11</sup> Arrêté du 12 novembre 2004 Article 423-49 : Le souscripteur ou l'acquéreur reconnaît par écrit, lors de la souscription ou de l'acquisition, qu'il a été averti que la souscription ou l'acquisition des parts du fonds, directement ou par personne interposée, est réservée aux investisseurs mentionnés à l'article L. 214-160 du code monétaire et financier et aux autres investisseurs mentionnés au I.

<sup>12</sup> Les investisseurs particuliers peuvent être autorisés à renoncer à une partie de la protection que leur offrent les règles de conduite à la condition qu'une évaluation adéquate, par l'entreprise d'investissement, de leur compétence, de leur expérience et de leurs connaissances lui procure l'assurance raisonnable, à la lumière de la nature des transactions ou des services envisagés, que ceux-ci sont en mesure de prendre des décisions d'investissement et de comprendre les risques qu'ils encourent. Dans le cadre de cette évaluation, au moins deux des critères suivants doivent être réunis :

- le client a effectué en moyenne dix transactions d'une taille significative par trimestre au cours des quatre trimestres précédents sur le marché concerné ;
- la valeur du portefeuille d'instruments financiers du client, défini comme comprenant les dépôts bancaires et les instruments financiers, dépasse 500 000 EUR ;
- le client occupe depuis au moins un an ou a occupé pendant au moins un an, dans le secteur financier, une position professionnelle requérant une connaissance des transactions ou des services envisagés.

Pour accéder aux produits de capital-investissement, les particuliers font appel à des intermédiaires, tels que (cf. annexe V) :

- Les réseaux de distribution bancaires (banques privées ou de détail),
- Les conseillers en gestion de patrimoine (CGP)
- Les agents ou courtiers d'assurance,
- Les plateformes d'investissement digitales.

## 1.B.III CHIFFRES CLEFS

### • CHIFFRES GLOBAUX DE L'ÉPARGNE DES FRANÇAIS

L'épargne financière des ménages français représentait 5 922 milliards d'euros au troisième trimestre 2021<sup>13</sup>. Les principaux placements financiers sont les suivants :

	Flux nets					En cours	
	Montants cumulés sur 4 trimestres glissants		Montants trimestriels (cvs)			2021T2	2021T3
	2021T2	2021T3	2021T2	2021T3	2021T4(a)		
<b>Principaux placements financiers</b>	<b>157,7</b>	<b>156,5</b>	<b>44,4</b>	<b>41,0</b>		<b>5870,1</b>	<b>5922,0</b>
<b>Produits de taux</b>	<b>123,6</b>	<b>125,7</b>	<b>32,8</b>	<b>35,4</b>		<b>3689,1</b>	<b>3749,6</b>
Numéraire et dépôts à vue	75,2	75,5	21,2	19,6	6,2	757,4	774,1
Dépôts bancaires rémunérés	61,4	61,7	13,3	15,7	7,8	1138,6	1152,8
Épargne réglementée (b)	32,8	28,8	6,7	4,4	-0,2	832,1	834,9
Autre épargne (c)	28,5	32,9	6,6	11,3	8,0	306,5	317,9
OPC monétaires	-0,9	-1,1	-0,1	-0,1		5,1	5,0
Assurance-vie et épargne retraite en euros (d)	-5,3	-1,0	-0,6	2,5	3,5	1653,4	1684,1
Titres de créances détenus directement	-0,6	-2,6	-0,7	-1,0		38,8	37,8
Titres de créances détenus indirectement (OPC)	-6,2	-6,8	-0,3	-1,3		95,8	95,8
<b>Produits de fonds propres</b>	<b>43,4</b>	<b>38,9</b>	<b>14,4</b>	<b>5,9</b>		<b>2098,4</b>	<b>2088,9</b>
Actions cotées	8,3	7,4	1,1	1,8		355,6	352,9
Actions non cotées et autres participations	10,5	6,6	3,7	-0,2		1148,3	1135,0
Assurance-vie et épargne retraite en UC (d)	31,7	34,0	10,1	6,7	9,0	457,9	463,6
Actions détenues indirectement (OPC)	-7,1	-9,0	-0,5	-2,4		136,6	137,4
<b>Autres (e)</b>	<b>-9,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,3</b>		<b>82,6</b>	<b>83,5</b>
dont Fonds immobiliers (f)	-3,3	-3,3	-1,0	-0,4		29,6	29,6

Source : Banque de France

Depuis 10 ans, cette épargne est en progression constante et la part des produits de fonds propres a cru de 30 % à 35 %.

Avec 2 148 milliards d'euros, l'assurance-vie et l'épargne retraite réunis représentent le principal vivier de cette épargne : soit 36 % de l'épargne totale.

A elle seule, l'assurance-vie représentait 1 857 milliards d'euros en mars 2022<sup>14</sup>.

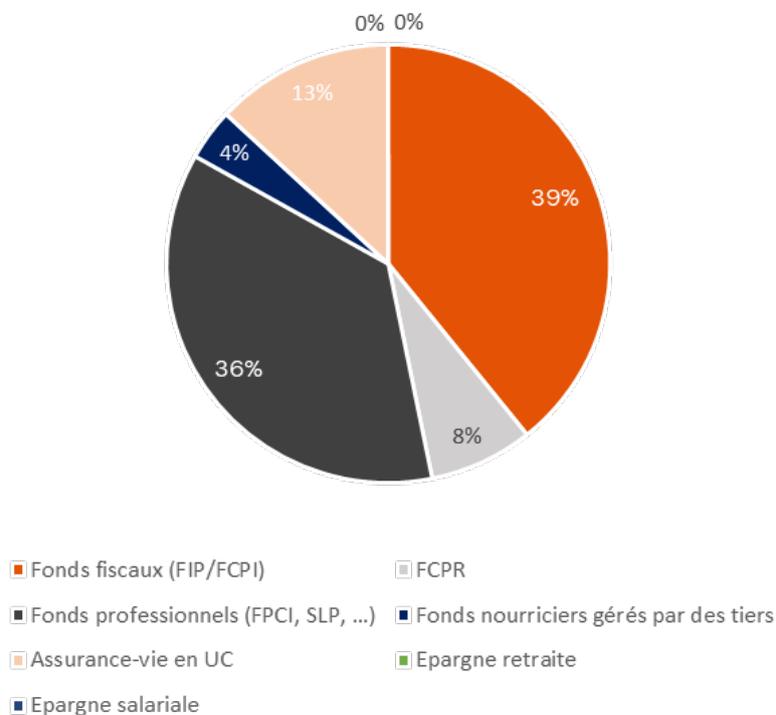
<sup>13</sup> Source : Banque de France - Épargne et Patrimoine financiers des ménages • T3 2021

<sup>14</sup> Source : France Assureurs

• ENCOURS GÉRÉS EN CAPITAL-INVESTISSEMENT POUR LES CLIENTS PRIVÉS

Le montant des encours souscrits par les investisseurs particuliers dans les fonds de capital-investissement gérés par les membres du Groupe de Travail de France Invest (échantillon représentatif du marché français) représentent plus de 7,3 milliards d'euros, soit une part encore infime de l'épargne financière des ménages français.

Encours gérés par nature de véhicule (%)

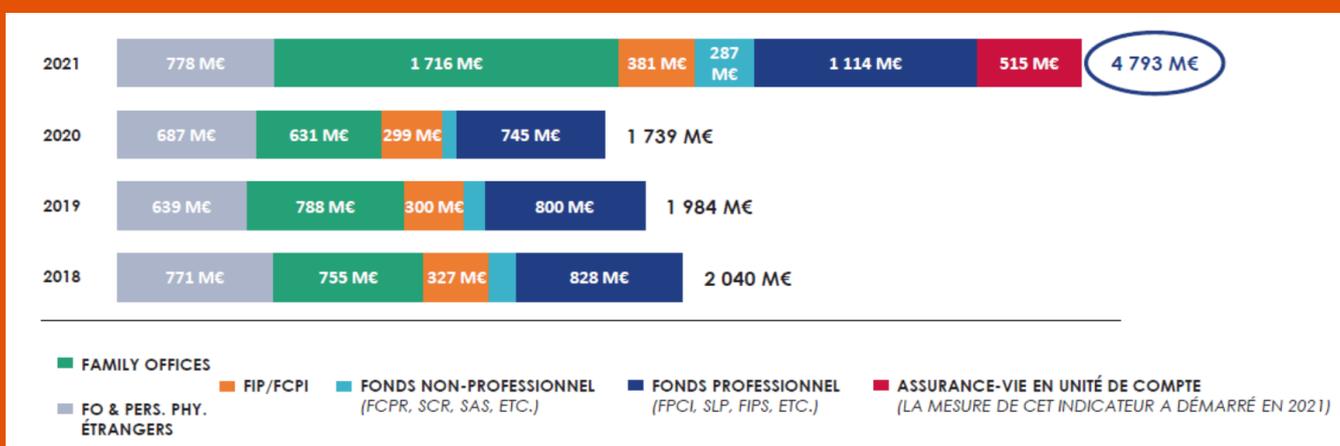


Source : France Invest

QUELQUES CHIFFRES CLÉS

En 2021, les levées auprès des particuliers ont fortement progressé. Elles sont portées par les souscriptions des *family offices*, ainsi que par les souscriptions à des fonds non-professionnels.

Pour la première fois, cette étude suit les montants collectés au titre de l'assurance-vie en unité de compte. Ces derniers s'élèvent à 515 millions d'euros.



Source : France Invest / Grant Thornton

## 1.B.IV SYNTHÈSE D'ÉLIGIBILITÉ DES PRODUITS PAR CATÉGORIE DE CLIENTÈLE

Panorama des principaux véhicules de capital-investissement

Type de véhicules		Fonds commun de placement à risques (FCPR)	Fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI)	Fonds d'investissement de proximité (FIP)	Fonds professionnels de capital-investissement (FPCI)	Fonds professionnels spécialisés (FPS)	Sociétés de capital-risque (SCR)	
Forme juridique	Fonds commun de placement (FCP)	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	
	Société d'investissement à capital variable (SICAV)	NON	NON	NON	OUI	OUI	NON	
	Autres formes de sociétés	NON	NON	NON	NON	Société de libre partenariat (SLP)	Société par actions ou société par actions simplifiées	
Qualité des souscripteurs		Tous souscripteurs	Tous souscripteurs	Tous souscripteurs	Investisseurs professionnels et avertis	Investisseurs professionnels et avertis	Tous souscripteurs	
Caractéristiques	Durée de vie	Evergreen	X			X	X	X
		Limitée	X	X	X	X	X	X
	Modalités de souscription	Appel de fonds immédiat	X	X	X	X	X	X
		Appel de fonds progressif	X				X	X

Source : France Invest

A noter que l'ensemble des véhicules commercialisés en France doivent faire l'objet soit d'une autorisation préalable soit d'une notification préalable (passaport commercialisation ouvert aux entités « full AIFM » situées au-dessus des seuils posés par la Directive AIFM) auprès de l'AMF. Les dispositions dépendent non seulement de la clientèle visée et du type de produit mais également de la société de gestion. L'annexe VI rappelle les principales modalités applicables.

## 2. Les principaux freins à la démocratisation du capital-investissement

L'accès des particuliers aux produits de capital-investissement reste toutefois freiné par différents facteurs, dont les principaux sont liés à la méconnaissance générale de la classe d'actifs, y compris une incompréhension de la structure d'investissement et de frais, et le caractère illiquide des principaux produits.

L'émergence des fonds evergreen non professionnels (souscrits en direct ou indirectement via l'assurance-vie, l'épargne retraite/salariale...) permet aujourd'hui de résoudre certains freins historiques au développement du capital-investissement dans la clientèle de détail :

- Apport d'une certaine liquidité dans les fonds ouverts,
- Ticket d'entrée plus accessibles (quelques milliers d'euros),
- Gestion administrative simplifiée, sans appels de fonds progressifs.

### 2.A MÉCONNAISSANCE DE LA CLASSE D'ACTIFS

Les échanges avec les différents acteurs de Place dans le cadre de l'étude menée par France Invest ont confirmé un constat clair : malgré la présence d'acteurs pionniers, l'ensemble de la chaîne de distribution a encore une méconnaissance du capital-investissement. Cette méconnaissance concerne non seulement les particuliers, mais aussi les intermédiaires.

#### 2.A.I UN MANQUE GÉNÉRAL DE CONNAISSANCE EN MATIÈRE FINANCIÈRE ET A FORTIORI DU CAPITAL-INVESTISSEMENT CHEZ LES PARTICULIERS

Les particuliers susceptibles d'investir dans des véhicules de capital-investissement font en général partie d'une clientèle patrimoniale avec un sens entrepreneurial relativement développé (chefs ou anciens chefs d'entreprise, par exemple). Mais nombre d'entre eux semblent encore manquer de connaissances financières concernant les véhicules de capital-investissement qui rappelons-le ont longtemps été réservés aux investisseurs institutionnels. En outre, la commercialisation des fonds fiscaux, souvent motivée pour les investisseurs et les intermédiaires par les seuls avantages fiscaux à l'entrée, n'a parfois pas permis aux souscripteurs concernés d'appréhender les sous-jacents de cette classe d'actifs et notamment les spécificités des actifs et l'illiquidité sous-jacente.

Enfin, de manière plus générale, certaines enveloppes fiscales qui permettent d'investir dans des fonds de capital-investissement semblent mal connues des particuliers. Par exemple, les FCPR procurent un avantage fiscal en cas de détention à long terme dont nombre d'entre eux n'ont pas connaissance.

#### 2.A.II UN BESOIN DE FORMATION RÉCURRENT DES INTERMÉDIAIRES

Comme évoqué précédemment, les intermédiaires financiers jouent un rôle clé dans la distribution des produits de capital-investissement auprès des investisseurs non professionnels. L'un des freins mis en lumière par l'enquête menée par France Invest concerne leur besoin de formation spécifique à ces produits, porté par un intérêt relativement nouveau de la clientèle privée qui souhaite diversifier son épargne.

Les distributeurs sont souvent multiproduits et multi-business, et le groupe de travail n'a pas identifié de difficulté particulière pour expliquer les spécificités de cette classe d'actifs, différente mais pas plus complexe que d'autres (actions, immobilier, etc.). Aussi, il apparaît nécessaire de renforcer la connaissance auprès des intermédiaires concernés la philosophie de la classe d'actifs tout autant que le fonctionnement technique des produits de capital-investissement.

Par exemple, il apparaît que certains intermédiaires ne savent pas précisément quels fonds de capital-investissement sont éligibles pour les différents types d'investisseurs (critères d'éligibilité). De même, les conseillers « entreprises » des banques qui mettent en place des Plans d'Épargne Entreprise semblent en général mal connaître le capital-investissement et n'ont pas nécessairement la capacité de suivre une gamme de fonds large. De la même façon, la culture de l'unité de compte – en particulier en capital-investissement – ne semble pas encore largement répandue parmi les salariés des compagnies d'assurance-vie (avec des différences de maturité parfois nettes d'un réseau à l'autre).

S'agissant de produits relativement nouveaux et moins connus, les intermédiaires se trouvent dans l'obligation de fournir plus d'informations à leurs clients concernant les produits de capital-investissement. Par conséquent, certains, par crainte de devoir répondre à des questions des clients, sont susceptibles de proposer de préférence des produits plus faciles à expliquer compte tenu de leur niveau de connaissance ou mieux connus de leurs clients, évitant ainsi un risque de *mis-selling*.

Les distributeurs ont besoin de recevoir des formations spécifiques (ils doivent être capables d'expliquer la structure des véhicules, répondre aux questions concernant l'indice de risque indiqué dans le document d'informations clés du fonds...), qui contribuent à augmenter le coût d'entrée lorsque ces produits sont introduits dans la gamme proposée aux clients. Ainsi, le déploiement d'une force commerciale suffisamment formée peut s'étaler sur une période relativement étendue.

Enfin, les produits de capital-investissement ayant une durée de vie limitée (les fonds fermés ou véhicules millésimés ne peuvent être proposés que pendant une période limitée) requièrent une formation nouvelle à chaque fois qu'ils sont introduits dans la gamme de produits proposés par les intermédiaires. Mais les fonds *evergreen*, souvent ouverts et donc disponibles à la souscription pendant des années, peuvent rester inclus dans la gamme offerte de manière plus pérenne et requièrent donc moins de formation pour les distributeurs.

## **2.B INCOMPRÉHENSION DE LA STRUCTURATION DES PORTEFEUILLES ET DE LA STRUCTURE DE FRAIS**

Le capital-investissement est un placement de long terme, dont les rendements se matérialisent sur le long terme. En général, les fonds de capital-investissement tendent à afficher des rendements négatifs pendant les premières années (résultant des frais de montage, de coûts d'investissement, de frais de gestion, d'un portefeuille d'investissement qui n'est pas encore arrivé à maturité...) puis à afficher des rendements croissants les années suivantes, lorsque les investissements arrivent à maturité. Cette « courbe en J » requiert un traitement approprié, ainsi que des efforts d'explication et de pédagogie de la part des distributeurs envers les investisseurs, notamment lorsqu'il s'agit de particuliers.

Le niveau des commissions de gestion dans les fonds de capital-investissement doit être explicité au regard des ressources allouées par les gérants pour l'accompagnement des sociétés dans lesquelles ils investissent et leur soutien à la création de valeur.

Il convient de rappeler également le niveau relativement élevé de commissionnement des intermédiaires et distributeurs, parfois plus élevé que les commissions du gérant du fonds, qui augmente significativement le niveau des frais de la classe d'actifs pour les particuliers (clientèle essentiellement intermédiaire).

## **2.C CARACTÈRE ILLIQUIDE DES FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT**

Inhérent à la classe d'actifs, le caractère illiquide des fonds de capital-investissement, même lorsque ces véhicules sont ouverts et veillent à conserver une poche de liquidité réglementaire, peut générer certaines réticences.

Compte tenu de cette illiquidité, les intermédiaires doivent, lorsqu'ils fournissent leurs conseils en investissement financier, veiller à proposer une allocation équilibrée en risque et en liquidité. Les règles de diversification patrimoniale étant propres à chaque catégorie d'intermédiaire, elles diffèrent entre réseaux de banque ou de CGP. La plupart de ces distributeurs plafonnent la part des produits de capital-investissement dans le patrimoine financier de leurs clients (au plus entre 10 et 15 % du patrimoine financier total).

Enfin, l'illiquidité des parts de fonds est problématique pour la gestion des dénouements des contrats d'assurance-vie – y compris en cas de décès – et des arbitrages entre unités de compte, elle peut parfois constituer un frein au référencement et à la commercialisation de fonds de capital-investissement en assurance-vie, car l'assureur doit assurer ou compléter la liquidité du fonds au besoin.

**Proposition : harmonisation au niveau européen du régime des semi pro + formation et communication auprès des distributeurs**

# Partie 2 |

# Canaux de distribution



Les investisseurs de détail peuvent aujourd’hui accéder à des produits de capital-investissement à travers différents canaux de distribution : en direct, dans le cadre de comptes-titres ordinaires, ou indirectement, au sein de contrats d’assurance-vie en unités de compte, à travers de plans d’épargne retraite ou salariale, ou encore via des Plans d’Epargne en Actions (PEA) ou PEA-PME/ETI.

## 1. Investissement direct (y compris fonds de fonds et fonds feeders)

A date, l’essentiel des encours des investisseurs privés se trouve dans des véhicules investis en direct, avec une dynamique principalement sur les fonds professionnels, et dans une moindre mesure sur les FCPR qui peuvent être commercialisés auprès de clients non professionnels. Si les véhicules fiscaux (FIP, FCPI) constituent encore une bonne partie des encours historiques, la collecte s’est stabilisée ces dernières années en dessous de 380 millions d’euros par an, à la suite de la disparition de l’ISF.

Le développement des plateformes digitales et de fonds feeders participent à l’accélération de la commercialisation de ces véhicules.

Les titres peuvent être logés dans des comptes-titres ordinaires ; toutefois, la plupart du temps, ces titres sont suivis en nominatif administré chez le dépositaire du fonds, à qui est souvent déléguée la mission de tenue de compte – conservation.

### 1.A CE QUI MARCHE : SOUSCRIPTIONS DIGITALISÉES ET PRÉLÈVEMENTS AUTOMATIQUES

Depuis quelques années, certains acteurs ont développé des processus de souscription digitalisés pour faciliter l’accès des particuliers aux véhicules de capital-investissement.

De même, le prélèvement automatique se développe rapidement pour les particuliers ayant souscrit à des fonds à appels progressifs, rendant ainsi plus fluide la gestion des appels de fonds.

### 1.B CE QUI NE MARCHE PAS : GESTION DU PASSIF AU NOMINATIF

La tenue de passif de fonds investis directement par de nombreux investisseurs peut entraîner des problèmes opérationnels en termes de volumétrie (KYC par exemple), notamment lorsque le teneur de compte est en charge de certains traitements fiscaux.

En outre, la mécanique des fonds fermés avec engagements suivis des appels de fonds progressifs nécessite un suivi spécifique.

Par ailleurs, la gestion du passif des fonds de capital-investissement repose sur du nominatif. Elle peut également engendrer certaines complexités, en particulier pour les dépositaires. Certains d’entre eux se montrent peu enclins à travailler en nominatif administré et d’autres refusent de gérer des fonds non professionnels pour des

raisons de volumétrie d'investisseurs.

Sans compter que la structure des véhicules de capital-investissement sous forme de société peut s'avérer moins aisée à appréhender pour des dépositaires.

## 1.C PROPOSITIONS

### 1.C.I FRANCE INVEST PROPOSE D'UTILISER LES PLATEFORMES DIGITALES POUR FLUIDIFIER LA GESTION DU PASSIF ET L'EXPÉRIENCE CLIENT

L'investissement en direct par les particuliers dans des produits de capital-investissement est encouragé par le développement d'outils numériques. Toutefois, la gestion du passif en termes de volumétrie d'investisseurs et de lourdeur administrative des processus de souscription, appels de fonds, etc. reste un challenge pour les sociétés de gestion. Des améliorations de nature réglementaire et fiscale, ainsi qu'un recours accru aux outils ou plateformes digitaux, pourraient permettre de développer les levées de fonds en direct de manière plus fluide.

L'offre de véhicules de capital-investissement est actuellement peu digitalisée, alors que cela aurait beaucoup de sens pour les clients de détail. Le retour d'expérience positif de certains acteurs en avance dans ce domaine montre que ce levier d'action ne doit pas être négligé, notamment pour conquérir des clients encore peu servis. L'utilisation de plateformes digitales, offrant la capacité de réaliser des souscriptions/KYC digitales et à accéder à de l'information de manière numérique, permet de réduire le volume des documents sous format papier et de faciliter l'intégration et les relations avec les clients.

L'utilisation de plateformes digitales peut contribuer à fluidifier le travail de gestion du passif réalisé par les dépositaires et permettre à ces derniers de traiter une volumétrie plus importante d'investisseurs.

Comme indiqué précédemment, le prélèvement automatique, de plus en plus intégré à ces plateformes digitales, permet quant à lui de fluidifier la mécanique des appels de fonds.

### 1.C.II DÉVELOPPER LA GESTION EN NOMINATIF ADMINISTRÉ

La gestion administrative des fonds à appels progressifs est souvent lourde pour les clients privés. Le développement de la gestion en nominatif administré, dans laquelle le conseiller bancaire a la capacité de prélever des liquidités sur les comptes des clients pour répondre aux appels de fonds et réallouer les distributions, permet de simplifier la vie des investisseurs privés.

### 1.C.III ÉTENDRE LES AVANCÉES DE LA LOI PACTE AUX FIP ET FCPI

Afin d'encourager le développement des FIP et FCPI, bien connus des particuliers, notamment sous forme de supports en unités de comptes des contrats d'assurance-vie, il conviendrait d'étendre à ces véhicules les avancées de la loi PACTE relatives aux FCPR. La loi PACTE a en effet élargi les possibilités d'investissement via l'assurance-vie dans des FCPR en supprimant notamment tout plafond de souscription lié à l'encours du contrat<sup>15</sup>.

### 1.C.IV PÉRENNISER LE TAUX DE LA RÉDUCTION D'IMPÔT ACCORDÉE EN CAS DE SOUSCRIPTION AU CAPITAL DE PME VIA LES FIP ET FCPI

Il conviendrait de pérenniser le taux de la réduction d'impôt accordée en cas de souscription au capital de PME via un fonds afin de procurer une visibilité accrue sur le maintien des avantages attachés aux FIP et FCPI.

<sup>15</sup> <https://www.tresor.economie.gouv.fr/banque-assurance-finance/les-mesures-de-la-loi-pacte-pour-le-financement-de-l-economie/moderniser-les-produits-d-assurance-vie>

## 2. Assurance-vie

Les contrats d'assurance-vie en unités de compte (UC) sont un autre canal de distribution qui connaît aujourd'hui un fort développement et qui permet aux particuliers d'investir (indirectement) dans le capital-investissement.

Si l'assurance-vie représente encore une portion modeste des encours de capital-investissement, les niveaux de souscription en 2021 (plus de 500 millions d'euros) traduisent la forte dynamique de ce canal.

### 2.A CONTRAINTES JURIDIQUES ET OPÉRATIONNELLES

Rappelons que, dans le cadre d'un contrat d'assurance-vie, c'est l'assureur qui est techniquement le propriétaire des parts de fonds, le souscripteur du contrat d'assurance-vie (l'assuré) ne détenant que la contre-valeur des parts de fonds (les UC) et n'est que détenteur d'une créance, donc in fine un bénéficiaire économique.

Les contrats d'assurance-vie français sont régis par le Code des Assurances qui encadre les relations entre les assurés et les assureurs.

Afin de pouvoir référencer un nouveau support, les assureurs doivent s'assurer qu'il sera compatible avec leurs propres contraintes réglementaires et opérationnelles, et que leurs expositions à l'actif (le fonds) et au passif (les UC) seront équilibrées.

**Les principales contraintes réglementaires et opérationnelles des assureurs-vie sont les suivantes (les conditions contractuelles propres à chaque acteur pouvant être mieux disantes) :**

- Obligation d'honorer les demandes de rachat total en 2 mois à tout moment, cependant les assureurs peuvent limiter les rachats partiels ou les arbitrages,
- Obligation de verser le capital en un mois en cas de décès,
- Si la remise en titres est possible en cas de décès ou de dénouement, elle est complexe à gérer et doit être au préalable acceptée par les bénéficiaires des contrats, ce qui est commercialement un frein important (les souscripteurs ne souhaitent généralement pas que les bénéficiaires aient connaissance ou leur mot à dire dans les modalités desdits contrats),
  - Impossibilité de gérer les appels de fonds : les assureurs ne disposent pas aujourd'hui d'outils juridiques pour forcer les assurés à répondre aux appels de fonds ou pour prélever des liquidités sur les fonds euros pour y répondre (contrairement à l'assurance vie luxembourgeoise qui fonctionne sur le modèle du « nominatif administré »),
  - Difficulté à gérer les distributions pour des raisons opérationnelles,
- Nécessité de valoriser les supports en UC de manière régulière (a minima bimensuelle) afin de permettre aux assurés de faire des souscriptions, arbitrages ou rachats sur leurs contrats,
- Un processus de référencement long et fastidieux.

**Par conséquent, les assureurs-vie français privilégient aujourd'hui :**

- La structure FCPR qu'ils connaissent bien,
- Les fonds fonctionnant par souscriptions / rachats, dans lesquels l'engagement est investi à 100 % immédiatement dans le fonds,
- De plus en plus, les fonds ouverts et evergreen, qui ne nécessitent qu'un référencement initial puis « restent disponibles sur l'étagère » pendant des années, permettent des souscriptions successives aux assurés et apportent une grande flexibilité sur la durée d'investissement, ce qui se marie parfaitement avec un placement long comme l'assurance-vie.

Dans ce mode de distribution « B2B2C », où l'assureur s'interpose entre le fonds et le client final (l'assuré) se pose toujours la question de la liquidité, et de qui porte le risque de liquidité.

L'assurance-vie, pour des raisons fiscales notamment, a l'avantage d'être un placement long avec des besoins de liquidité relativement réduits. Néanmoins, les assureurs doivent assurer une liquidité permanente étant donné la réglementation, comme décrit précédemment.

Une solution se développe aujourd'hui avec les fonds ouverts et evergreen, appelés souvent des « fonds semi liquides ». Ceux-ci ont l'avantage de fournir une liquidité partielle aux assureurs. Ces derniers viennent ensuite en complément de cette liquidité vis-à-vis des assurés si besoin.

#### POINT D'ATTENTION : GRILLE D'ACTIVITÉ DE LA SGP

Même si techniquement un fonds dédié à l'assurance-vie accueille seulement des assureurs comme souscripteurs (donc des professionnels) et ne permet pas la remise en titres (donc n'aura jamais d'investisseurs de détail parmi ses souscripteurs), l'AMF exige que la grille d'activité de la société de gestion soit préalablement élargie aux investisseurs non professionnels. Elle se base sur la nature non professionnelle des souscripteurs finaux (les assurés). Cette approche ne nous semble pas fondée.

## CLIENTS/PRODUITS ÉLIGIBLES

Depuis la loi PACTE, la plupart des fonds de capital-investissement sont éligibles aux UC des contrats d'assurance-vie (cf. annexe VII) :

- **Les fonds agréés (FCPR, FCPI, FIP) et les SCR sont éligibles à tous types d'investisseurs et sans plafonnement dans les contrats d'assurance-vie.** Dans la pratique, les assureurs et les distributeurs tendent néanmoins à limiter l'exposition du contrat à 10-20 % pour diversifier le risque.

- **Les fonds professionnels (FPCI, FPS y compris SLP) sont également éligibles mais :**

- o Sont plafonnés à 50 % du contrat

- o Les assurés (même dans un mode de détention indirecte) doivent présenter les caractéristiques des investisseurs avertis, avec un ticket minimum généralement fixé à 100 000 euros.

A l'exception des fonds professionnels ELTIF, dans lesquels le ticket minimum est fixé à 10 000 euros mais qui sont plafonnés à 10 % du contrat.

## 2.B CE QUI MARCHE : GESTION DE LA LIQUIDITÉ ET VALORISATIONS TECHNIQUES

### 2.B.1 GESTION DE LA LIQUIDITÉ

Le canal de l'assurance-vie offre une certaine liquidité aux particuliers qui investissent dans des produits de capital-investissement, une classe d'actifs par nature illiquide.

Il existe quatre mécanismes pour assurer la liquidité des parts de fonds de capital-investissement supports en UC de contrats d'assurance-vie :

- Soit la liquidité est prise en charge directement par l'assureur sur son bilan. Dans ce cas, cette prise en charge aura un coût en fonds propres pour l'assureur. Des fonds traditionnels fermés peuvent être alors référencés. Les modalités et les limites de cette prise en charge sont variables d'un acteur à l'autre. Il semble toutefois clair que si cette option reste aujourd'hui relativement gérable tant que les UC de capital-investissement représentent une part modeste du bilan des assureurs-vie, le développement significatif de la classe d'actifs en assurance-vie pourrait amener les assureurs à revoir leur position ;
- Soit la liquidité est prise en charge (au moins partiellement) par le véhicule lui-même via des possibilités de rachats de parts. Dans ce cas, le véhicule doit disposer d'actifs liquides suffisants pour répondre aux demandes de rachats des investisseurs. Si cette liquidité est partielle, l'assureur vient dans ce cas compléter la liquidité si besoin ;
- Soit la liquidité est prise en charge par le souscripteur ou le bénéficiaire du contrat d'assurance-vie, qui acceptera

de recevoir des titres lors du débouclage. Cette remise en titres a été autorisée par la loi Macron de 2015. Comme expliqué précédemment, sa mise en œuvre pose des problèmes opérationnels et commerciaux ;

- Soit la liquidité est assurée par les marchés financiers, lorsque le véhicule de capital-investissement est coté. Cette solution n'a pas été abordée lors de nos échanges avec les entreprises d'assurance.

Il convient ici de souligner que la question de l'illiquidité d'un support en UC dans un contrat d'assurance-vie ne doit pas éclipser le fait qu'un contrat d'assurance-vie comprend le plus souvent plusieurs supports, tous n'étant pas nécessairement illiquides. Ainsi, en cas de rachat partiel, un arbitrage sera fait en faveur du rachat en priorité des supports en UC liquides ou des fonds euros.

La question de l'illiquidité des parts de véhicules de capital-investissement se posera donc surtout en cas de décès des souscripteurs (qui sont, sauf exception, probabilisables et donc un risque quantifiable) ou de rachats totaux des contrats d'assurance-vie.

## **2.B.II UTILISATION DE VALORISATIONS TECHNIQUES POUR RÉPONDRE AUX BESOINS DES ASSUREURS**

La plupart des véhicules de capital-investissement ne produisent pas de valeur liquidative sur une base aussi fréquente que le souhaiteraient les assureurs, qui doivent pouvoir faire face aux potentiels rachats d'UC à une fréquence déterminée au niveau des contrats d'assurance-vie (généralement bimensuelle). Afin de répondre à ces besoins, il est envisageable de calculer des valeurs indicatives « techniques » qui permettent de combler les fréquences trop espacées de calcul de valeurs liquidatives des fonds.

## **2.C CE QUI NE MARCHE PAS : APPELS DE FONDS PROGRESSIFS ET MAITRISE IMPARFAITE DES RÈGLES DU CODE DES ASSURANCES**

### **2.C.I APPELS DE FONDS PROGRESSIFS**

Les produits à appels de fonds progressifs semblent plus difficilement éligibles aux unités de compte des contrats d'assurance-vie. En effet, ils sont plus complexes à gérer et, surtout, les assureurs n'ont pas d'outils juridiques pour contraindre les assurés à les honorer (en transparence dans les UC) ou pour prélever les fonds euros des contrats ; ils risquent donc un déséquilibre entre l'actif et le passif de leur bilan.

### **2.C.II MAITRISE IMPARFAITE DU CODE DES ASSURANCES**

Concernant le Code des assurances, des interrogations et incertitudes peuvent également engendrer une frilosité de la part de certains gestionnaires de fonds de capital-investissement à utiliser pleinement ce canal de distribution pour commercialiser plus largement leurs produits auprès des particuliers. Une interprétation parfois excessivement restrictive de certains éléments réglementaires du Code des assurances a été relevée.

## **2.D PROPOSITIONS**

**2.D.I FACILITER LA GESTION DES PRODUITS ILLIQUIDES EN PRÉVOYANT QUE, PAR DÉFAUT, EN CAS DE RACHAT PARTIEL, C'EST UNE AUTRE UC QUI EST DÉBITÉE**

**2.D.II INTRODUIRE L'IDÉE D'ARBITRAGES ENTRE UC (OPTIONNELS) OU EURO-UC POUR GÉRER DES APPELS PROGRESSIFS**

**2.D.III COMPILER UN Q&A SUR LE CODE DES ASSURANCES À DESTINATION DES GESTIONNAIRES DE FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT POUR BIEN RAPPELER LA RÈGLE QUI S'APPLIQUE**

## **2.D.IV** RELANCER LES FONDS EURO CROISSANCE

Les fonds euro croissance permettent de loger dans une même enveloppe, éligible aux UC, des engagements dans des fonds de capital-investissement et des poches d'actifs liquides. L'assureur, qui gère l'enveloppe, peut ainsi prélever lui-même les fonds nécessaires dans les poches liquides pour répondre aux appels de fonds progressifs, sans demander l'accord des assurés. Cette enveloppe permettrait donc de référencer des fonds fermés à appels progressifs et viendrait apporter une liquidité supplémentaire.

## 3. Épargne salariale/épargne retraite

L'épargne salariale, en croissance depuis 2008 à un rythme annualisé de 7 %, a atteint 167,6 milliards d'euros d'encours au 31 décembre 2021<sup>16</sup>. L'utilisation des véhicules de capital-investissement dans l'allocation de cette épargne reste peu significative malgré la possibilité pour les Fonds Commun de Placement d'Entreprise (FCPE) d'y investir une part de leurs actifs.

Par ailleurs, la réforme de l'épargne retraite portée par la loi PACTE a introduit un nouveau produit dédié à l'épargne retraite : [le Plan d'épargne retraite \(PER\)](#)<sup>17</sup>. Porté par la possibilité de sortie en capital et la transférabilité des avoirs entre les différents produits d'épargne retraite (PERCO, PERP, Madelin, article 83, PER Individuel), ce produit a été rapidement adopté par les gestionnaires et les épargnants.

Cette réforme a ainsi ouvert de nouvelles opportunités de diffusion des véhicules de capital-investissement. Toutefois, l'investissement des particuliers par ce biais n'a pas encore décollé même si une partie des PER en format assurantiel (PERin) commence à proposer cette classe d'actifs.

### 3.A MODE DE FONCTIONNEMENT

#### 3.A.1 ÉPARGNE SALARIALE

L'alimentation des dispositifs d'épargne salariale est réalisée au travers des mécanismes d'association des salariés aux résultats de leur entreprise. Ces mécanismes visent à favoriser le partage de la valeur, l'épargne collective, l'actionnariat salarié et le développement des investissements dans les entreprises.

- **L'intéressement** : Complément collectif de rémunération des salariés (facultatif) qui peut se cumuler au système de participation proposé par l'entreprise. Lié à des objectifs ou performances librement définis réalisées par la structure, il a un caractère aléatoire.
- **La participation** : Droit acquis aux salariés sur une part du bénéfice réalisé par l'entreprise au cours d'une année. La participation est obligatoire pour les entreprises de plus de 50 salariés et facultative en dessous de ce seuil.

Les salariés peuvent choisir de percevoir immédiatement les sommes attribuées (qui sont alors intégrées dans leurs revenus et imposables au barème de l'impôt sur le revenu) ou de les investir sur une des deux enveloppes d'un plan d'épargne salariale :

#### - Le PEE (Plan d'Épargne Entreprise) :

- o Support de placement : Fonds d'Épargne Salariale (principalement sous le format FCPE), Fonds d'actionnariat salarié ou actions de l'entreprise
- o Durée minimum d'indisponibilité : 5 ans sauf cas de déblocage anticipé .

#### - Le PER Collectif :

- o Supports de placement : Dans sa version post loi PACTE, les supports éligibles sont désormais les mêmes que ceux des PER obligatoire ou individuel, toutefois pour assurer une cohérence de gamme les supports proposés restent très majoritairement des Fonds d'Épargne Salariale.
- o Durée minimum d'indisponibilité : Jusqu'au départ en retraite du salarié sauf [cas de déblocage anticipé](#)<sup>18</sup> plus limitée que pour un PEE.

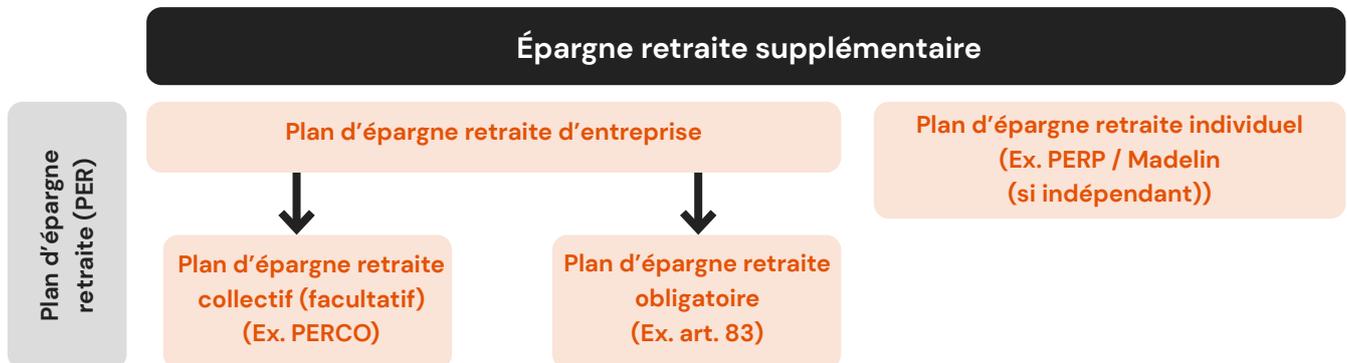
<sup>16</sup> <https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2022/03/afg-communique-presse-stat-esr-12-2021-vdef-1.pdf>

<sup>17</sup> <https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/supports-dinvestissement/epargne-retraite-le>

<sup>18</sup> <https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/supports-dinvestissement/epargne-salariale-pee-etc/epargne-salariale-debloquer-les-fonds>

### 3.A.II PLAN D'ÉPARGNE RETRAITE

Le Plan d'Épargne Retraite, mis en place par la loi PACTE, reprend les anciens contrats individuels et collectifs au sein de cette appellation « chapeau ». Les PER peuvent prendre la forme d'un PER entreprise (collectif ou obligatoire) ou d'un PER individuel. Les PER d'entreprise peuvent être constitués sous forme de compte-titres ou de contrat d'assurance.



Source : Trésor Public

Lorsqu'un salarié investit sur un PER, il a le choix entre une gestion libre de ses investissements et une gestion pilotée, par laquelle il laisse soin aux professionnels de gérer son épargne avec l'objectif d'en optimiser le rendement et de réduire progressivement les risques pesant sur la valeur de ses investissements lorsqu'il se rapproche de la retraite. En l'absence de décision contraire de sa part, l'argent placé sur son PER est investi en gestion pilotée<sup>19</sup>.

### 3.A.III CONTRAINTES JURIDIQUES ET OPÉRATIONNELLES

Règles applicables aux FCPE en matière d'investissement dans des véhicules de capital-investissement :

#### FCPE éligibles aux PEE<sup>20</sup>

Un FCPE peut détenir au plus 30 % de titres émis par un FCPR ou un FCPI ou un OPC I ouvert aux investisseurs non professionnels.

#### FCPE éligibles aux PERCO<sup>21</sup>

Pour ces FCPE, les ratios ont été étendus avec la loi PACTE jusqu'à 50 % de leur actif, et peuvent être investis en :

- Fonds de capital-investissement (FCPR, FCPI)
- Fonds de fonds alternatifs,
- FPVG
- OPC I (Organismes de Placement Collectif Immobilier) professionnels ou non
- Fonds déclarés : FPS, FPCI, SLP

Il est donc aujourd'hui possible de constituer des FCPE souscrits dans le cadre d'un plan d'épargne retraite entreprise, investis en partie dans des fonds de capital-investissement.

### 3.A.IV PRODUITS ÉLIGIBLES AUX PER

Parmi les véhicules de capital-investissement, les seuls véhicules éligibles aux PER<sup>22</sup> sont les FCPR, FCPI et FIP ainsi que les actions de sociétés commerciales (cotées ou non).

Les parts ou actions des FPCI, de FPS (y compris SLP) sont exclues.

<sup>19</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=GUEPSfWnaal>

<sup>20</sup> COMOFI : Article L214-164 § VI

<sup>21</sup> COMOFI : Article L214-164 § VII

<sup>22</sup> Article R224-1 du COMOFI et article R 332-2 du code des assurances

## 3.B CE QUI MARCHE

Certains contrats PER Individuel, essentiellement ceux proposés par des conseillers indépendants, ont ouvert leur gamme financière aux véhicules de capital-investissement. L'offre reste néanmoins limitée par sa nature (FCPR majoritairement evergreen) et par son nombre. S'agissant de l'offre FCPE, des projets de nouveaux produits sont à l'étude.

## 3.C CE QUI NE MARCHE PAS : DES DIFFICULTÉS PERSISTANTES EN ÉPARGNE SALARIALE ET ÉPARGNE RETRAITE

Malgré les avancées de la loi PACTE, la part du capital-investissement en épargne salariale et retraite reste faible avec un développement freiné par des contraintes qui pourraient être aisément levées : gestion de la liquidité dans les cas déblocages anticipés et transferts, gestion pilotée, respect des ratios d'investissement et les quotas juridiques des FCPE.

### 3.C.I DÉBLOCAGES ANTICIPÉS ET TRANSFERTS DE PLANS

La nature illiquide des fonds de capital-investissement constitue un défi à relever dans le cadre de l'épargne salariale et l'épargne retraite, notamment en raison des cas de déblocage anticipé des plans d'épargne entreprise (PEE) ou des plans d'épargne retraite (PER), indépendamment de la perspective de moyen ou long terme de ces dispositifs.

En outre, le délai accordé pour transférer un plan d'épargne salariale d'un gestionnaire à un autre peut s'avérer difficile à respecter en pratique, en raison de la faible liquidité des sous-jacents : le gestionnaire gagnant n'étant pas tenu d'accepter une remise en titres et le gestionnaire sortant n'étant pas autorisé à conserver la gestion d'un compte réduit au fonds concerné.

Enfin, les ordres de rachat effectués sur des PER Individuels Comptes Titres (PER bancaires) s'avèrent complexes. Dans la mesure où aucune poche de trésorerie n'est disponible (à l'exception du cas de nouveaux apports), les ordres de rachat se traduisent nécessairement par des arbitrages.

### 3.C.II FCPE : RATIOS ET QUOTAS JURIDIQUES

La volonté pour les entreprises de maintenir une cohérence de gamme financière au sein de leur dispositif d'épargne salariale (PEE/PERCO) a rendu inopérante l'utilisation du ratio élargi de 50 % des FCPE dans les PERCO.

En ce qui concerne les quotas juridiques des FCPE qui investissent dans le capital-investissement (30 % ou 50 % maximum de l'actif investi dans des fonds de capital-investissement), l'absence de « jokers » concernant leur atteinte représente un frein au développement de la classe d'actifs dans les plans d'actionnariat salarié. En effet, les appels de fonds, la revalorisation différenciée entre la poche liquide et illiquide peuvent dans certains cas entraîner un dépassement involontaire de ces seuils.

### 3.C.III GESTION PILOTÉE

La gestion pilotée est un mode de gestion visant à confier à une société de gestion la mission de sécuriser progressivement le capital investi au fur et à mesure que le souscripteur s'avance vers l'âge de la retraite<sup>23</sup> (cf. annexe VIII).

Le législateur a d'ores et déjà mis en place une disposition visant à orienter l'épargne vers l'économie « réelle ». Les entreprises bénéficient en effet d'un forfait social réduit pour les PERCO dès lors que le pourcentage de titres PEA PME dans l'allocation des grilles de gestion pilotée est au moins égal à 10 %. Si les FCPR/FCPI/FIP sont éligibles à l'actif des FCPE PEA PME, ce type de véhicule de capital-investissement reste à ce jour peu utilisé.

23 <https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/actualites-mises-en-garde/plan-depargne-retraite-comprendre-la-gestion-pilotee-horizon>

## 3.D PROPOSITIONS

### 3.D.I DÉBLOCAGES ANTICIPÉS ET TRANSFERTS DE PLANS

#### Propositions :

- Introduire, en cas de demande de transfert individuel sortant, la possibilité pour le gestionnaire « sortant » de livrer l'épargne investie en véhicule de capital-investissement en titres ou de réaliser un transfert partiel.
- Introduire, pour les véhicules investis à plus de 20 % en actifs illiquides, un délai supplémentaire de 3 mois pour le versement des sommes en cas de déblocage.

### 3.D.II FCPE : RATIOS ET QUOTAS JURIDIQUES

#### Propositions :

Aligner les règles d'investissement de l'ensemble des FCPE sur celles des FCPE éligibles aux Plan d'épargne Retraite d'entreprise en modifiant l'article L 214-164 du code monétaire et financier (cf. annexe X).

Adapter les règles de respect des quotas juridiques :

- Définition d'une période transitoire de 18 mois pour l'atteinte des quotas juridiques à la création du véhicule ;
- Prise en compte dans l'appréciation des ratios des montants appelés et non engagés ;
- Il serait ainsi utile de reprendre le 2ème alinéa du 6° du I de l'article R 214.35 pour l'ajouter dans la partie réglementaire du code monétaire et financier dédié aux FCPE :

*« Pour les fonds dont les parts sont émises et rachetées en permanence à la demande des porteurs de parts, si un manquement au quota de 50 % intervient indépendamment de la volonté de la société de gestion du fonds et ne résulte pas de l'arrivée à échéance d'un instrument financier détenu par le fonds, ce dernier n'est pas déchu de son régime à condition que la société de gestion ait pour objectif prioritaire de régulariser cette situation en tenant compte de l'intérêt des porteurs de parts ».*

### 3.D.III GESTION PILOTÉE

#### Propositions :

- Inclure systématiquement une part de fonds de capital-investissement dans les profils de gestion pilotée qui ont un horizon d'investissement supérieur à 10 ans (conformément à la réglementation décrite en annexe IX).
- Introduire une obligation de présence de 10 % de fonds de capital-investissement à plus de 10 ans dans le profil dynamique de gestion pilotée.
- Modifier l'article L221-32-2 pour introduire une obligation pour les FCPE PEA PME d'investir 10 % de leur actif en parts de FCPR mentionnés aux articles L. 214-28, L. 214-30 et L. 214-31.
- Rendre éligibles aux PER les FCPI et FPS.

## 4. PEA et PEA PME-ETI

Un certain nombre de véhicules de capital-investissement – à l'exception des fonds professionnels – sont éligibles au Plan d'Épargne en Actions, dès lors qu'ils sont investis a minima à 75 % en actions ordinaires.

Sous réserve de respect des plafonds (150 000 euros pour un PEA et 225 000 euros pour le PEA PME) et du blocage des retraits les 5 premières années, les produits des titres ainsi logés sont exonérés d'IR et simplement soumis aux prélèvements sociaux.

Pour autant et notamment parce que la plupart des portefeuilles des fonds contiennent également des instruments de dette (par exemple des obligations convertibles dans les opérations de LBO / capital transmission), ce canal de distribution est aujourd'hui très peu développé.

Les plafonds ajoutés aux stratégies de diversification des clients et au respect des conditions des fonds (ratio, forme et investissement) laissent présager que ce n'est pas aujourd'hui le principal gisement de financement des entreprises françaises.

### 4.A CE QUI MARCHE

La loi prévoit l'éligibilité des fonds de capital-investissement au PEA et PEA PME ETI.

### 4.B CE QUI NE MARCHE PAS : RÈGLE D'INVESTISSEMENT DE 75 % ET QUASI-FONDS PROPRES

En théorie, les parts de fonds de capital-investissement sont éligibles au PEA sous réserve que ces fonds respectent un quota d'investissement de 75 % en titres éligibles directement au PEA c'est-à-dire des titres de capital. Or, cette règle d'investissement de 75 % doit être atteinte au moment de la souscription via un PEA classique.

Cette condition étant impossible à remplir par des fonds fermés pour des raisons techniques (le fonds constituant son portefeuille d'investissement sur plusieurs années), ces fonds de capital-investissement sont de fait non éligibles au PEA.

De même, les fonds de capital-investissement ont recours à des quasi-fonds propres dans leurs opérations, ce qui les rend également non éligibles.

### 4.C PROPOSITIONS

Un période de grâce de quelques années avant d'atteindre le ratio de 75 % pourrait permettre de rendre les fonds de capital-investissement concrètement éligibles au PEA.

Le développement de l'offre de fonds dits « secondaires », avec un portefeuille déjà constitué, pourrait être une solution.

Il nous semble également souhaitable d'intégrer les quasi-fonds propres dans la règle des 75 %, ces instruments étant couramment utilisés dans les opérations de capital-investissement, afin qu'un plus grand nombre de fonds de capital-investissement deviennent éligibles au PEA.

# Partie 3 | Propositions visant à démocratiser l'accès au capital-investissement



En complément des propositions spécifiques à chacun des canaux de distribution présentées précédemment, nous souhaitons formuler des suggestions d'amélioration du cadre réglementaire et fiscal applicable aux produits de capital-investissement.

**D'autres pistes de réflexion, telles que l'introduction de produits mixtes ou l'inclusion du non coté dans la gestion pilotée, nous paraissent également intéressantes à explorer.**

Au-delà de ces réflexions, la communication et la formation nous semblent cruciales pour soutenir le développement de l'investissement par les particuliers dans cette classe d'actifs.

## 1. Propositions relatives aux différents canaux de distribution

Canal	Propositions
Investissement direct	<ul style="list-style-type: none"><li>• Utiliser les plateformes digitales pour fluidifier la gestion du passif et l'expérience client.</li><li>• Etendre les avancées de la loi PACTE aux FIP et FCPI.</li><li>• Développer la gestion en nominatif administré.</li><li>• Pérenniser le taux de la réduction d'impôt accordée en cas de souscription au capital de PME via les FIP et FCPI .</li></ul>
Assurance vie	<ul style="list-style-type: none"><li>• Faciliter la gestion des produits illiquides en prévoyant que, par défaut, en cas de rachat partiel, c'est une autre UC qui est débitée</li><li>• Introduire l'idée d'arbitrages entre UC (optionnels) ou euro-UC pour gérer des appels progressifs.</li><li>• Compiler un Q&amp;A sur le code des assurances pour rappeler la règle qui s'applique.</li><li>• Relancer les fonds euro-croissance.</li></ul>

<p style="text-align: center;">Épargne salariale/retraite</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Débloquages anticipés et transferts de plans :</b></li> <li>• Introduire en cas de demande de transfert individuel sortant, la possibilité pour le gestionnaire perdant de livrer l'épargne investi en véhicule de capital-investissement en titres ou de réaliser un transfert partiel.</li> <li>• Introduire pour les véhicules investis à plus de 20 % en actifs illiquides un délai supplémentaire de 3 mois pour le versement des sommes en cas de déblocage.</li>   <li>• <b>Ratios et quotas juridiques des FCPE :</b></li> <li>• Aligner les règles d'investissement de l'ensemble des FCPE sur celles des FCPE éligibles aux Plan d'épargne Retraite d'entreprise en modifiant l'article L 214-164 du code monétaire et financier (cf. annexe X).</li> <li>• Adapter les règles de respect des quotas juridiques :</li> <li>• Définition d'une période transitoire de 18 mois pour l'atteinte des quotas juridiques à la création du véhicule</li> <li>• Prise en compte dans l'appréciation des ratios des montants appelés et non engagés.</li> <li>• Il serait ainsi utile de reprendre le 2ème alinéa du 6° du I de l'article R 214.35 pour l'ajouter dans la partie réglementaire du code monétaire et financier dédié aux FCPE :</li>   <li style="padding-left: 20px;"><i>« Pour les fonds dont les parts sont émises et rachetées en permanence à la demande des porteurs de parts, si un manquement au quota de 50 % intervient indépendamment de la volonté de la société de gestion du fonds et ne résulte pas de l'arrivée à échéance d'un instrument financier détenu par le fonds, ce dernier n'est pas déchu de son régime à condition que la société de gestion ait pour objectif prioritaire de régulariser cette situation en tenant compte de l'intérêt des porteurs de parts ».</i></li>   <li>• <b>Gestion pilotée :</b></li> <li>• Inclure systématiquement une part de fonds de capital-investissement dans les profils de gestion pilotée qui ont un horizon d'investissement supérieur à 10 ans.</li> <li>• Introduire une obligation de présence de 10 % de fonds de capital-investissement à plus de 10 ans dans le profil dynamique de gestion pilotée.</li> <li>• Modifier l'article L221-32-2 pour introduire une obligation pour les FCPE PEA-PME d'investir 10 % de leur actif en parts de FCPR mentionnés aux articles L. 214-28, L. 214-30 et L. 214-31.</li> </ul>
<p style="text-align: center;">PEA</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Introduire une période de grâce avant d'atteindre le ratio de 75 %.</li> <li>• Développer des offres de fonds secondaires.</li> <li>• Rendre les investissements en quasi-fonds propres éligibles.</li> </ul>

## 2. Propositions relatives au cadre réglementaire et fiscal

De manière plus transverse, il apparaît que des améliorations du cadre réglementaire et fiscal pourraient favoriser l'investissement des particuliers dans les produits de capital-investissement et donc orienter encore davantage l'épargne des ménages vers le financement des sociétés non cotées.

## 2.I REVOIR LA DÉFINITION DES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS

Les critères de distinction binaire entre investisseurs (professionnels et non professionnels), élaborée dans le contexte des marchés réglementés dans le cadre de la Directive MIF, ne convient pas à la nature, aux spécificités et aux types d'investisseurs dans la classe d'actifs du capital-investissement. En raison de cette définition, de nombreux investisseurs sophistiqués sont classés à tort dans la catégorie des investisseurs de détail, notamment les particuliers (ultra) fortunés, ainsi que les membres de l'équipe de gestion des gestionnaires. En d'autres termes, la catégorisation des clients de la Directive MIF 2 ne reflète pas la diversité des investisseurs dans les fonds de capital-investissement. En effet, les tests sur lesquels elle se fonde ne permettent pas d'appréhender tous les investisseurs qui devraient être autorisés à choisir d'être traités comme des clients professionnels.

La révision en cours du Règlement ELTIF, de la Directive AIFM et de la Directive MIF 2 (à venir) offrent l'opportunité de revoir la définition des investisseurs éligibles au statut de clients professionnels.

A cette occasion, France Invest demande une extension de la catégorie « client professionnel » dans le Règlement ELTIF et dans la Directive AIFM, afin d'élargir le type d'investisseurs autorisés à choisir d'être traités comme des clients professionnels.

Nous proposons d'étendre la catégorie des « clients professionnels » dans la Directive AIFM et de permettre aux particuliers (ultra) fortunés et aux *family offices* ainsi qu'aux cadres, directeurs ou employés participant à la gestion d'un fonds de choisir d'être traités comme des clients professionnels, à leur demande, conformément aux dispositions du Règlement EuVECA.

L'introduction d'un seuil objectif rendra non seulement l'identification des investisseurs éligibles extrêmement simple, mais garantira également que les investisseurs éligibles ne dépendent pas de la volonté des prestataires de services financiers d'accepter leur demande d'être traités comme des investisseurs professionnels.

## 2.II AMÉLIORER LE RÈGLEMENT ELTIF

Au niveau européen, les fonds labellisés « *European Long Term Investment Fund* » (ELTIF) peuvent être distribués à une clientèle non professionnelle à travers toute l'Union européenne. Toutefois, les contraintes attachées à ces véhicules (actifs éligibles, ratios de diversification, ratios d'emprise, passeport européen de la SGP...) nuisent à leur attractivité et ont découragé leur essor.

Dans ce contexte, la refonte en cours du Règlement ELTIF est une opportunité pour faire coïncider le soutien financier à la reprise économique en Europe et la participation plus large de la population aux avantages de cette croissance économique.

Dans le cadre des travaux en cours des institutions européennes, France Invest propose notamment de permettre la structuration de fonds de fonds et l'utilisation de holdings financières. La suppression du ticket d'entrée et du montant minimum du portefeuille investi devraient également contribuer à faciliter l'accès des investisseurs à ces produits.

## 2.III ADAPTER LE SRI DES FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT

L'indicateur synthétique de risque (*synthetic risk indicator (SRI)*) qui figure dans les documents d'informations clés (*DIC* ou *Key Information Document - KID*) des fonds de capital-investissement se situe au niveau 6 par défaut pour tous les fonds de capital-investissement (sur une échelle de 1 à 6). Cette catégorisation n'est pas adaptée, ni aux différents segments de capital-investissement (fonds de dette et d'infrastructure vs. capital-innovation) ni aux fonds diversifiés. Ce niveau de risque mériterait d'être revu au regard de la faible volatilité des sous-jacents, de l'horizon de temps long des fonds de capital-investissement, ou encore du canal de distribution (en particulier l'assurance-vie).

Le critère principal de risque avancé par le régulateur est l'absence de liquidité. Or, dans certains canaux de distribution, en particulier en assurance vie, le risque de liquidité pour l'assuré est considérablement réduit par l'interposition d'un assureur et de son bilan.

Une telle révision du SRI encouragerait les assureurs à référencer les fonds de capital-investissement, rassurerait les investisseurs privés et permettrait à ces produits d'être mieux pris en considération dans le cadre de la gestion pilotée de plans d'épargne retraite.

De manière plus générale, le format des documents d'informations clés ne prend pas suffisamment en compte les spécificités des fonds de long terme tels que les fonds de capital-investissement et peut dans certains cas prêter à confusion pour les investisseurs de détail.

France Invest souhaite saisir l'opportunité offerte par les travaux de révision du Règlement PRIIPs entamés au niveau européen pour adapter du document d'informations clés aux fonds de capital-investissement.

De manière générale, nous proposons l'instauration d'un régime dérogatoire pour les fonds à horizon de temps long ou commercialisés sur un mode « B2B2C » à travers l'assurance-vie.

En particulier, concernant l'indicateur synthétique de risque, nous suggérons que celui des fonds de capital-investissement soit inférieur à celui des fonds actions et que celui des fonds de dette soit réduit, en particulier lorsque le fonds est logé dans un contrat d'assurance pour lequel l'assureur assure ou complète la liquidité. Une telle révision de l'indicateur synthétique de risque permettrait par exemple aux assureurs d'intégrer plus facilement des produits de capital-investissement dans leurs profils prudents. A noter qu'une telle modification nécessiterait la production de notations sur les sociétés non cotées par des agences de notation.

## **2.IV FAIRE ÉVOLUER LA RÉGLEMENTATION POUR FACILITER L'INCLUSION DU NON COTÉ DANS LA GESTION PILOTÉE ET LES PROFILS TYPES (DANS LE CADRE DE L'ASSURANCE-VIE ET DES PEE/PER)**

Afin de faciliter l'inclusion d'unités de compte non cotées dans la gestion pilotée (qui se heurte moins au problème des sorties que la gestion libre), nous proposons de faire évoluer la réglementation : introduire une part minimum de capital-investissement dans les grilles de gestion des trois profils de risque avec des horizons à 5, 10 et 15 ans et rendre éligibles les FPCI et FPS aux PER.

En particulier, l'introduction d'un tel montant minimum pour le profil par défaut représenterait une mesure directive pour les épargnants et un engagement puissant en faveur de la démocratisation du capital-investissement.

De même, l'introduction d'un montant maximum de capital-investissement dans les grilles de désensibilisation au risque constituerait un signal fort.

Il serait par ailleurs intéressant d'intégrer le capital-investissement dans les outils de conseil en allocation d'actifs, dans le cadre de la gestion libre, afin d'orienter les salariés vers des profils intégrant du capital-investissement.

## **2.V INTRODUIRE UN NOUVEAU VÉHICULE DE DETTE PRIVÉE**

En France, les FCPR ne sont pas adaptés pour des solutions 100 % dette privée. En effet, le quota juridique concernant les titres de capital ou donnant accès au capital rend impossible la constitution de FCPR de dette privée. Concernant en particulier les FPCI, les modalités d'application des règles relatives au calcul du quota et à la pré-liquidation ainsi que du ratio d'emprise de 10 % ne sont pas assez claires.

Afin de remédier aux handicaps posés par les structures actuellement disponibles, nous proposons l'introduction d'un nouveau véhicule de dette privée.

## 2.VI FLUIDIFIER L'AGRÉMENT DES SOCIÉTÉS DE GESTION

Comme expliqué précédemment, l'AMF prenant en compte la clientèle sous-jacente dans la grille d'activité, un agrément ad hoc est demandé aux sociétés de gestion qui commercialisent – même indirectement – des produits à une clientèle non professionnelle. Ainsi, lors de leur demande d'agrément relative à des produits distribués dans un cadre « B2B2C » (par exemple lorsqu'elles souhaitent commercialiser à travers un contrat d'assurance-vie), les sociétés de gestion sont contraintes de remplir des grilles retail, plus lourdes et contraignantes. Par exemple, l'agrément retail de la société de gestion est obligatoire même si les FCPR qu'elle gère sont disponibles uniquement en assurance vie ou dans des PER sans remise de titres.

Il est nécessaire de simplifier les procédures du régulateur (notamment concernant l'octroi des agréments), par exemple en supprimant l'agrément retail exigé par l'AMF dans le cadre d'une distribution B2B2C exclusive, dans le cas où le distributeur lui-même est sous la supervision directe de l'ACPR.

## 2.VII FACILITER LA REMISE EN TITRES

Si un certain nombre de mécanismes laissent la possibilité d'une remise en titres, en pratique, elle ne peut s'imposer en France. Comme décrit plus haut, si la remise en titres est possible en cas de décès ou de dénouement, elle est complexe à gérer et doit être au préalable acceptée par les bénéficiaires des contrats, ce qui est commercialement un frein important (les souscripteurs ne souhaitent généralement pas que les bénéficiaires aient connaissance ou leur mot à dire dans les modalités desdits contrats).

Afin de faciliter la remise en titres, nous proposons de supprimer l'accord préalable des bénéficiaires.

## 2.VIII ADAPTER LE CALCUL DES RATIOS FISCAUX

Le manque d'alignement entre les ratios réglementaires et fiscaux est source d'une complexité accrue pour les gestionnaires, quelle que soit la forme du véhicule.

Le calcul du ratio fiscal reste complexe :

- Pour les véhicules evergreen compte tenu justement de la discordance de durée entre le véhicule et les investissements sous-jacents
- Pour les fonds constitués sous forme de fonds de fonds, l'obligation de prendre en compte l'ensemble des fonds européens investis en Europe entraîne des difficultés pratiques (question de la transparence et du look through).

Nous proposons donc :

- Une période de grâce plus longue et un plus grand nombre de jokers pour les fonds evergreen ;
- La possibilité pour les gérants de fonds de fonds européens de calculer leur quota par transparence sur la base des derniers rapports reçus ou alternativement retenir pour le calcul du quota le pourcentage mentionné dans le prospectus du fonds sous-jacents ou à défaut dans une side letter précisant un pourcentage.

## 3. Propositions concernant la création d'un marché secondaire et l'accompagnement de la fin de vie des fonds

### 3.A CRÉER UN MARCHÉ SECONDAIRE POUR LES INVESTISSEURS PRIVÉS

Le marché secondaire des fonds de capital-investissement, notamment à cause des frais juridiques liés aux opérations de transfert, se concentre aujourd'hui sur les investisseurs institutionnels et des transactions de plusieurs millions d'euros.

La création d'un marché secondaire pour les investisseurs privés pourrait contribuer à répondre aux attentes des investisseurs qui souhaiteraient sortir d'un fonds, en leur permettant de céder leurs parts à des investisseurs qui souhaiteraient y entrer.

Une « industrialisation » ou une digitalisation des démarches administratives et juridiques pourraient dans ce cas rendre les frais de transaction et les démarches plus supportables.

### 3.B ACCOMPAGNER LA FIN DE VIE DES FONDS

Des travaux en cours menés par l'AMF et les associations de Place, dont France Invest, visent à prendre en compte cette spécificité du non coté et accompagner les gestionnaires dans le cadre de la liquidation de leurs fonds, avec un équilibre délicat à trouver entre respect de l'intérêt des porteurs de parts et des durées prévisionnelles de liquidation des fonds.

La question du dépassement de la durée de vie des fonds porte sur deux sujets distincts : d'une part, la question de la gestion de la fin de vie des fonds ; d'autre part, la question plus délicate des situations extrêmes en cas de défaillance de la SGP dans la liquidation d'un fonds et en l'absence de désignation d'une nouvelle SGP.

Nous proposons d'explorer différentes pistes de réflexion dans le cadre de la consultation en cours de l'AMF, notamment le renforcement des règles de fonctionnement des fonds, la constitution de fonds de continuation, la création de fonds successeurs, la mise en place de structures de défaillance filialisées ou de Place.

### 3.C METTRE EN PLACE DES OUTILS DE LIQUIDITÉ SUPPLÉMENTAIRES

Comme expliqué précédemment, leur caractère illiquide est déterminant pour les fonds de capital-investissement. Afin de faciliter la gestion de leur liquidité, il pourrait être envisagé de mettre en place des outils de liquidité supplémentaires. Par exemple, il serait possible de s'inspirer des fonds immobiliers proposés au grand public, qui peuvent constituer des lignes de financement gagées sur leur poche cotée (sûreté sur l'actif du fonds). Ces lignes portent sur des montants limités et couvrent des périodes d'un à deux ans et contribuent à gérer la liquidité du fonds, de manière similaire à des *NAV facilities*.

Une autre piste qu'il pourrait être intéressant d'explorer est la création d'assurances liquidité, en particulier pour les fonds référencés dans des contrats d'assurance-vie.

Nous proposons d'examiner la possibilité de :

- constituer des lignes de financement gagées sur l'actif du fonds pour gérer la liquidité ;
- créer des assurances liquidité, en particulier pour les fonds référencés dans des contrats d'assurance-vie.

## 4. Propositions relatives aux produits mixtes et aux appels de fonds

### 4.A DÉVELOPPER L'UTILISATION DES FONDS INTERNES ET LES PRODUITS HYBRIDES

Sur le modèle des fonds internes luxembourgeois ou des fonds français « euro croissance », les fonds internes (unités de compte en tant que telles) pourraient permettre d'alimenter des produits sous-jacents de capital-investissement (en particulier de répondre aux appels de fonds progressifs) à partir de fonds euros inclus en leur sein, de manière progressive, le cas échéant.

Afin de renforcer la performance moyenne des produits et limiter les contraintes, il pourrait être envisagé de mixer des produits liquides et illiquides et apporter une solution « tout en un » aux investisseurs.

### 4.B REMÉDIER AUX APPELS DE FONDS PROGRESSIFS

Nous avons expliqué que les appels de fonds progressifs peuvent être à l'origine de certaines complexités, notamment dans le cadre des contrats d'assurance-vie.

La création de produits dédiés, avec des appels de fonds immédiats, pourrait représenter une solution simple pour y remédier. Toutefois, la performance de tels produits serait réduite (même si cette dernière reste supérieure à celle d'autres produits) à cause du manque d'optimisation des cash flows des fonds.

Une autre piste de réflexion concerne la possibilité de demander aux investisseurs de s'engager juridiquement à payer des versements supplémentaires ou à réaliser des arbitrages de leurs fonds euros vers des unités de compte comprenant des supports en capital-investissement.

Pourrait également être envisagée l'utilisation de *nominee accounts* dans le cadre des contrats d'assurance, de la même manière qu'ils existent actuellement pour les comptes titres.

Enfin, il est possible d'utiliser des comptes d'instance ou de mettre en place des prélèvements ou de réaliser des virements, avec un système de rappels.

## 5. Propositions relatives à la communication et la formation

En complément des propositions que nous avons pu formuler concernant les canaux de distribution et l'amélioration du cadre réglementaire et fiscal, il nous semble crucial d'agir dans les domaines de la communication et de la formation afin de soutenir le développement de l'investissement par les particuliers dans les véhicules de capital-investissement.

### 5.A POURSUIVRE LA COMMUNICATION POUR CONSOLIDER L'IMAGE DE LA CLASSE D'ACTIFS

De manière générale, il semble indispensable de poursuivre sans relâche une communication sur la classe d'actifs du capital-investissement, afin de la démystifier et de consolider son image.

Il est nécessaire d'en faire mieux connaître les bénéfices, en termes d'impact sur l'économie réelle (nombre d'emplois créés, croissance des sociétés accompagnées par exemple), perspectives de rentabilité plus élevée (il conviendra de veiller à bien expliquer aux investisseurs de détail les raisons de la différence de performance entre véhicules retail et

institutionnels afin d'éviter toute déception), volatilité plus faible que celle des marchés actions, et de continuer à mettre en valeur les études de France Invest, par exemple sur la création de valeur, dans les médias et sur les réseaux sociaux, afin de résoudre les éventuelles idées reçues concernant les fonds de capital-investissement.

## **5.B RENFORCER LES ÉCHANGES ET LA FORMATION DES INTERMÉDIAIRES, NOTAMMENT GRÂCE À DES OUTILS DIGITAUX**

La finance, et en particulier le capital-investissement, n'est pas une discipline enseignée à l'école. Même si le niveau de connaissance des investisseurs de détail progresse, les conseillers financiers doivent leur faire comprendre le jargon relatif au capital-investissement et ses différents segments et pouvoir l'expliquer aux clients.

Si l'on considère que les distributeurs préfèrent les produits qu'ils comprennent bien et sur lesquels ils ont le plus d'informations, il apparaît indispensable de renforcer les échanges avec ces prescripteurs et de leur offrir les opportunités de formation les plus adaptées.

## **5.C RENFORCER LES ÉCHANGES AVEC LES PRESCRIPTEURS**

Il nous semble utile de renforcer les échanges entre gérants et intermédiaires, afin que ces derniers connaissent mieux la classe d'actifs et les produits spécifiques présents dans leur offre.

Dans ce contexte, nous proposons de :

- Animer les réseaux de conseillers en gestion de patrimoine indépendants : Les conseillers en gestion de patrimoine commercialisent des produits de capital-investissement depuis moins d'une dizaine d'années et cette classe d'actif reste relativement peu connue. Ils sont maintenant plus à l'aise mais leur niveau reste hétérogène ; cette catégorie d'intermédiaires semble avoir les besoins les plus importants en termes d'accompagnement ;
- Assurer une collaboration entre sociétés de gestion et assureurs très en amont dans le cadre de la constitution d'une offre de capital-investissement : Une telle collaboration permettra également aux gestionnaires de mieux comprendre les contraintes liées à l'assurance-vie et répondre aux demandes des assureurs ;
- Développer une communication adaptée auprès des gérants d'épargne retraite ;
- Accroître l'implication des gestionnaires de fonds de capital-investissement dans la distribution pour mieux promouvoir les produits de capital-investissement dans les réseaux de distribution bancaire.

## **5.D DÉVELOPPER DES MODULES DIGITAUX DE FORMATION**

Les auditions menées par France Invest révèlent un niveau de formation hétérogène chez les intermédiaires. En outre, s'agissant des produits de capital-investissement, les distributeurs doivent être en mesure de parler des entreprises et plus largement de l'environnement (impacts fiscaux, stratégie...). Cette formation peut avoir lieu à travers des rendez-vous avec les clients, des webinaires ou des programmes internes.

Des modules de formation réalisés par France Invest pourraient venir utilement compléter et s'insérer dans les programmes de formation mis en place par les distributeurs, afin que ces derniers acquièrent une meilleure connaissance des spécificités des produits de capital-investissement et les proposent plus volontiers à leurs clients.

# Conclusion générale du groupe de travail

Le travail d'analyse réalisé pour ce rapport nous a montré que la réglementation actuelle permet de distribuer des fonds de capital-investissement aux particuliers à travers plusieurs canaux, même s'il reste quelques « grains de sables ». Plusieurs gestionnaires, membres de France Invest, se sont lancés dans le projet d'offre de produits aux épargnants particuliers, notamment depuis la loi PACTE ; la demande est forte et le potentiel est immense.

Certes, la méconnaissance de la classe d'actifs chez les investisseurs de détail reste encore un frein majeur, sur lequel France Invest va porter tous ses efforts, mais la méconnaissance des règles applicables aux différents canaux de distribution, aux différentes typologies d'investisseurs... parmi les gestionnaires de fonds et les distributeurs est un frein tout aussi puissant.

Nous espérons que ce rapport permettra de démystifier non seulement la classe d'actifs mais aussi la réglementation qui l'entoure et les contraintes des différentes parties prenantes.

Si l'économie française souhaite conserver son dynamisme et son attractivité au niveau international, elle doit se doter des moyens de financement les plus efficaces possibles. L'épargne des ménages doit être orientée plus massivement vers le financement de l'économie réelle, en particulier vers le tissu des PME et ETI non cotées qui constituent son socle, au même niveau que les pays anglo-saxons qui les financent depuis des décennies à travers les fonds de pension.

Au-delà du financement de l'économie, dans un contexte d'inflation et de questionnements sur le pouvoir d'achat, la rémunération de l'épargne de tous les français prend une importance tout particulière : il y a un enjeu d'équité à ce que les bonnes performances sur longue période du capital-investissement puissent bénéficier largement à l'ensemble des épargnants qui le souhaitent.

# Glossaire

ACPR	Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AMF	Autorité des Marchés Financiers
CGPI	Conseiller en Gestion de Patrimoine Indépendant
Compte PME innovation	Mis en place en 2016, le compte PME innovation vise à inciter certains entrepreneurs qui cèdent leurs titres à réinvestir le produit de la vente dans des PME innovantes grâce à l'octroi d'un report d'imposition de la plus-value de cession en matière d'impôt sur le revenu jusqu'à la sortie des actifs dudit compte.
DIC	Document d'Informations Clés
ELTIF	European Long Term Investment Fund
ESG	Politique de gestion des enjeux Environnementaux, Sociaux, et de Gouvernance
ETI	Entreprise de taille intermédiaire
EuVECA	Fonds européens de capital-risque (Règlement (UE) 2019/1156)
Evergreen	À l'inverse des fonds de capital-investissement classiques, les véhicules evergreen n'ont pas de durée de vie limitée. Le fonds evergreen est ainsi libéré de l'obligation de revendre ses actifs à l'échéance d'une période de temps prédéterminée par la date de clôture du véhicule.
FCPE	Fonds Commun de Placement d'Entreprises
FCPI	Fonds Commun de Placement dans l'Innovation. Code Article L 214-30 et suivants du Code monétaire et financier
FCPR	Fonds Commun de Placement à Risque. Code Article L 214-28 et suivants du Code monétaire et financier
FIP	Fonds d'Investissement de Proximité. Code Article L 214-32 et suivants du Code monétaire et financier
FO	Family office. Organisation de personnes au service d'une ou plusieurs familles, qui offre un conseil aux familles au service exclusif de leurs intérêts patrimoniaux.
Fonds « euro croissance »	Créé en 2014, accessible via l'assurance-vie. Engagement donnant lieu à la constitution d'une provision de diversification.
FPCI	Fonds Professionnels de Capital-Investissement. Code Article L 214-159 et suivants du Code monétaire et financier
FPS	Fonds professionnel spécialisé. Code Article L 214-154 et suivants du code monétaire et financier Peut prendre la forme d'une SICAV, d'un FCP ou d'une société en commandite simple.
Gates	Plafonds prédéfinis et utilisés dans le mécanisme de gestion du risque de liquidité.
Gestion libre	Mode de gestion d'un contrat d'assurance-vie multisupports. La gestion libre implique que l'assuré gère lui-même ses placements, en choisissant librement ses supports d'investissement (fonds en euros et fonds en unités de compte).
Gestion pilotée	Consiste à confier la gestion d'un contrat à son assureur ou à une société de gestion.
Loi Macron	Loi no 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques
Loi PACTE	Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises
OFS	Organisme de Financement Spécialisé

PEE	Plan d'Épargne Entreprise. Système collectif d'épargne qui permet aux salariés (et aux dirigeants des petites entreprises) d'acheter des valeurs mobilières : Actions, obligations, titres de créances négociables, parts d'OPCVM (Sicav et FCP), bons de souscription, certificats d'investissement (liste non exhaustive) avec l'aide de l'entreprise. Les salariés et les entreprises peuvent effectuer des versements sur le PEE. Les sommes sont indisponibles pendant au moins 5 ans, sauf cas de débloages exceptionnels.
PER	Plan d'Épargne Retraite. Produit d'épargne retraite. Disponible depuis le 1er octobre 2019, il remplace progressivement les autres plans d'épargne retraite. Le PER se décline sous 3 formes : un PER individuel, et deux PER d'entreprise. Le PER individuel succède au Perp et au contrat Madelin : Contrat d'épargne retraite pour les travailleurs non-salariés. Le PER d'entreprise collectif succède au Perco.
PERCO	Plan d'Épargne pour la Retraite COLlectif. Remplacé par le PER d'entreprise collectif depuis 2020.
Règlement PRIIPs	Règlement (UE) no 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance
SICAR	Société d'Investissement en Capital à Risque (Luxembourg)
SIF	Fonds d'Investissement Spécialisé (Luxembourg)
SLP	Sociétés de Libre Partenariat. Créées en 2015 par la loi Macron, les sociétés de libre partenariat (SLP) sont des fonds d'investissement alternatifs destinés aux investisseurs professionnels régies par le code monétaire et financier. Elles prennent la forme juridique de société en commandite simple dont les modalités de fonctionnement ont été adaptées aux véhicules d'investissement collectif et sont similaires aux limited partnerships de droit anglo-saxon. Leur fiscalité est identique à celle des FPCI.
SRI	Synthetic Risk Indicator
UC	Unité de Compte

# Annexes

**Annexe I** – Membres du groupe de travail

**Annexe II** – Liste des auditions

**Annexe III** – Périodes de blocage de parts des fonds fermés

**Annexe IV** – Critères d'éligibilité à la notion de client averti

**Annexe V** – Une commercialisation intermédiée

**Annexe VI** – Rappel des principales règles de commercialisation d'un FIA en France

**Annexe VII** – Rappel des textes et contraintes applicables aux assureurs-vie

**Annexe VIII** – Descriptif de la gestion pilotée

**Annexe IX** – Rappel des textes et doctrine applicables à l'épargne retraite et salariale

**Annexe X** – Proposition de modification de l'Article L214-164

## Annexe I – MEMBRES DU GROUPE DE TRAVAIL

Apax Partners	Guillaume Cousseran
Truffle Capital	Emilie Lhopitallier
123 Investment Managers	Marc Guittet
123 Investment Managers	Xavier Anthonioz
Altaroc Private Equity	Frédéric Stolar
Amundi Private Equity Funds	Julien Princi
Amundi Private Equity Funds	Stanislas Cuny
Ardian	Erwan Paugam
Capital Croissance	Augustin Motte
Capital Croissance	Eric Neuplanche
Cedrus Partners	Louis de Rambures
Cedrus Partners	Sébastien Roca
Cedrus Partners	Christel Bapt
Edmond de Rothschild Private Equity	Mylène Bonot
Eiffel Investment Group	Alexandra Mailliet
Eiffel Investment Group	Laura Carrere
Eres Gestion	Alexis de Rozières
Eurazeo Investment Manager	Agathe Bubbe
Eurazeo Investment Manager	Luc Maruenda
Flandrin Finance	Julien Leleu
Flandrin Finance	Stanislas Panhard
ODDO BHF	Raphael Hassan
Peqan	Thibault Adam
Peqan	Jean-Philippe Hecketsweiler
Peqan	Kevin Miens
Peqan	Michele Mezzarobba
Private Corner	Estelle Dolla
Private Corner	Thomas Renaudin
Private Corner	Yves Caron
Rothschild & Co	Jessica Sellam
SWEN Capital Partners	Xavier Le Blan
Turenne Capital	Christophe Deldycke
Turenne Capital	David Gontard
Weinberg Capital Partners	Laurence Royrojo

## Annexe II – LISTE DES AUDITIONS

<b>Autorité des Marchés Financiers</b>	
<b>Assureurs</b>	
AXA France	Carole Boucher
BNP Paribas Cardif	Hailong Gong
CNP Assurances	Olivier Guigne Stéphane Trarieux
Generali France	Hugues Aubry
MACSF	Stanislas Subra
Société Générale Insurance	Alexandre Pommier
Spirica	Daniel Collignon
Survénir	Hervé Lyvinec
<b>Epargne Retraite</b>	
Amundi épargne et retraite	Xavier Collot Sophie Lebeau
Eres Group	Alexis de Rozières
<b>Distributeurs</b>	
Althos Patrimoine	Maxime Defasy
Banque Transatlantique	Anne Landon Vincent Dugelay
BNP Paribas Wealth Management	Claire Roborel de Climens
Crystal Finance	Jérôme Tougar Bertrand Rabot
Cyrus Conseil	Chloe Dumans
Indosuez Wealth Management	Gilles de Foucault Jean-
Lazard Frères Gestion	Marie Combes
Milleis Banque Privée	Sophie Lam Detrait
Neuflize OBC	Valentin Pillet
Société Générale Private Banking	Eric Molinier
<b>Plateformes</b>	
Private Corner	Yves Caron Estelle Dolla
<b>Teneurs de compte conservateurs</b>	
Société Générale Securities Services	Julien Aïdan
BNP Paribas Securities Services	Pierric Valdant
<b>Bpifrance</b>	Yoann Caujolle

### **Annexe III – Périodes de blocage de parts des fonds fermés**

- La période de blocage juridique :

- o Pour les FIA agréés, l'article L 214-28 VII du code monétaire et financier prévoit que les investisseurs sont bloqués pendant une période de 10 ans. Toutefois, le second alinéa de cet article offre la possibilité aux porteurs de parts d'exiger la liquidation du fonds si une demande de remboursement de leurs parts n'a pas été satisfaite dans le délai d'un an.
- o Pour les FIA déclarés, cette période de blocage est déterminée dans le règlement du FIA. Elle peut être supérieure à 10 ans depuis la transposition de la directive AIFM. Il est aussi possible d'allonger la durée de vie initialement prévue dans le règlement afin de bénéficier de conditions de sortie plus favorables, sous réserve de l'accord des investisseurs dans les conditions fixées par le règlement (majorité qualifiée).

- La période de blocage fiscale est de 5 ans (FCPR fiscaux i.e. FCPI et FIP) : en contrepartie de cette période de blocage de 5 ans, les porteurs de parts résidents fiscaux français bénéficient d'un régime de faveur, tant sur les distributions qu'ils perçoivent du FCPR que sur la réalisation de plus-values à l'occasion de la cession des parts de FCPR.

### **Annexe IV – Critères d'éligibilité à la notion de client averti**

- Investisseurs dont la souscription initiale est supérieure ou égale à 100 000 euros
- Investisseurs, personnes physiques et morales, dont la souscription initiale est d'au moins 30 000 euros et répondant à l'une des trois conditions suivantes :
  - Ils apportent une assistance dans le domaine technique ou financier aux sociétés non cotées entrant dans l'objet du fonds en vue de leur création ou de leur développement ;
  - Ils apportent une aide à la société de gestion du fonds professionnels de capital-investissement en vue de rechercher des investisseurs potentiels ou contribuent aux objectifs poursuivis par elle à l'occasion de la recherche, de la sélection, du suivi, de la cession des investissements ;
  - Ils possèdent une connaissance du capital-investissement acquise en qualité d'apporteur direct de fonds propres à des sociétés non cotées ou en qualité de souscripteur soit dans un FCPR ne faisant pas l'objet de publicité et de démarchage, soit dans un fonds professionnel spécialisé, soit dans un fonds professionnel de capital-investissement, soit dans une société de capital risque non cotée.

## Annexe V – Une commercialisation intermédiée

### A. Principaux canaux

#### I. RÉSEAUX BANCAIRES

Historiquement, seules les banques privées proposaient des fonds de capital-investissement à leurs clients fortunés (investisseurs avertis) capables de mettre des tickets minimums de 100 000 euros. L'arrivée de véhicules éligibles à l'assurance vie avec des tickets minimums plus abordables a permis de développer l'offre de fonds de capital-investissement non seulement dans les banques privées, mais également dans les banques de détail pour des clients moins fortunés.

#### II. CONSEILLERS EN GESTION DE PATRIMOINE (CGP)

Les conseillers en gestion de patrimoine (CGP) assistent, conseillent et guident celles et ceux, particuliers comme entreprises, qui désirent un éclairage sur l'organisation de leur patrimoine ou qui souhaitent investir. Ils sont à l'écoute de leurs clients et les accompagnent. Ils interviennent dans le cadre de consultations occasionnelles ou d'une étude globale. Après analyse, ils conseillent, en toute indépendance, la mise en œuvre de stratégies adaptées. Leur disponibilité et leur implication en font des partenaires privilégiés. La relation de confiance s'installe et se construit ainsi au fil des années<sup>24</sup>.

Leurs activités sont plurielles et multi régulées : Conseil en investissements financiers (CIF), Courtage en assurance, Immobilier, Intermédiation en opération de banque et en services de paiement (IOBSP), Prévoyance.

#### III. LES DISTRIBUTEURS D'ASSURANCE<sup>25</sup>

Selon la législation, « est un intermédiaire d'assurance toute personne physique ou morale, qui, contre rémunération, accède à l'activité de distribution d'assurance ou l'exerce ».

L'intermédiaire, en tant que distributeur d'assurance, fournit oralement ou par écrit des informations et des recommandations sur des contrats d'assurance ou de réassurance afin de présenter, proposer ou aider à conclure ces contrats en fonction des critères énoncés par le client. L'intermédiaire contribue également à la bonne exécution du contrat une fois souscrit, notamment en cas de sinistre, d'incident de prime ou de réactualisation des garanties. L'intermédiaire doit rendre simple ce qui apparaît compliqué, et assurer dans le temps une relation équilibrée entre son client et son assureur.

L'article R 511-2 du Code des assurances définit 6 catégories d'intermédiaires : les courtiers d'assurance ou de réassurance, les agents généraux d'assurance, les mandataires d'assurance, Les mandataires d'intermédiaires d'assurance, les personnes physiques salariées des entreprises d'assurance, des courtiers et mandataires et les intermédiaires enregistrés sur le registre d'un autre état membre de l'Union européenne.

#### IV. PLATEFORMES NUMÉRIQUES

L'utilisation de plateformes permet aux sociétés de gestion de se concentrer sur les activités de « front office » et d'éviter de changer leur modèle ou de prendre un risque d'image. Elle apporte une solution règlementaire et technologique. Les sociétés de gestion peuvent rationaliser leur approche. Les opérations automatisées permettent de réduire le risque opérationnel et les coûts.

### B. Les coûts liés à la distribution intermédiée

Dans l'univers des investisseurs privés, les sociétés de gestion ont rarement une relation directe avec leurs investisseurs, ce sont les réseaux de distribution qui détiennent le contact direct avec le particulier.

Lors de la distribution, ces réseaux perçoivent de la part des sociétés de gestion de portefeuille une rémunération sous la forme de rétrocession de frais de gestion.

Ils peuvent être également rémunérés sous la forme d'honoraires, dont les modalités sont précisées par une lettre de mission préalablement acceptée par le client, ou par une rémunération liée aux investissements.

<sup>24</sup> <https://www.cncgp.fr/qui-sommes-nous/le-metier>

<sup>25</sup> [https://www.anacofi.asso.fr/wp-content/uploads/2020/06/fiche\\_METIER-LES-INTERMEDIARES-EN-ASSURANCE.pdf](https://www.anacofi.asso.fr/wp-content/uploads/2020/06/fiche_METIER-LES-INTERMEDIARES-EN-ASSURANCE.pdf)

## Annexe VI – Principales règles de commercialisation d'un FIA en France

Le tableau ci-dessous – publié par l'AMF<sup>26</sup> – détaille le régime de commercialisation applicable. Ce régime dépend de la société de gestion, du type de FIA commercialisé et de la clientèle visée.

		SGP française		SGP agréée dans un autre Etat membre	Gestionnaire établi dans un pays tiers
		N'ayant pas d'agrément AIFM	Agréée au titre de la directive AIFM		
FIA Français	Clients professionnels	Selon les cas : agrément, déclaration ou respect des dispositions issues du règlement Prospectus	Notification préalable de commercialisation à l'AMF, dans le cadre, le cas échéant, de la procédure d'agrément, de déclaration ou de visa	Commercialisation avec passeport : notification préalable à l'autorité régulant la société de gestion	Non applicable
	Clients non professionnels		Autorisation préalable de commercialisation de l'AMF, dans le cadre, le cas échéant, de la procédure d'agrément, de déclaration ou de visa		
FIA établi dans un autre Etat membre	Clients professionnels	Commercialisation impossible	Commercialisation avec passeport : notification préalable à l'AMF	Commercialisation avec passeport : notification préalable à l'autorité régulant la société de gestion	Commercialisation sans passeport : autorisation préalable de l'AMF
	Clients non professionnels		Autorisation préalable de l'AMF (convention de reconnaissance mutuelle nécessaire)		
FIA établi dans un pays tiers	Clients professionnels	Commercialisation impossible	Commercialisation sans passeport : autorisation préalable de l'AMF		
	Clients non professionnels		Autorisation préalable de l'AMF (notamment convention de reconnaissance mutuelle nécessaire)		

26 <https://www.amf-france.org/fr/espace-professionnels/societes-de-gestion/mes-relations-avec-lamf/commercialiser-des-produits>

## Annexe VII – Rappel des textes et contraintes applicables en assureurs vie

### Loi PACTE

Pris en application des articles 72 et 73 de la loi PACTE, le décret n°2019-1172 du 14 novembre 2019 favorisant l'investissement dans l'économie par la diffusion du capital-investissement, publié au Journal officiel le 15 novembre, met en œuvre la réforme des fonds de capital-investissement et leur éligibilité comme support en unités de compte de contrats d'assurance-vie.

L'article 72 de la loi PACTE (nouvel article L.131-1-1 du code des assurances) est venu renforcer la contribution de l'assurance-vie au financement de l'économie en notamment étendant l'éligibilité des FIA de capital-investissement aux fonds d'investissement réservés aux investisseurs professionnels (FPCI et FPS).

Quels sont les FIA de capital-investissement éligibles comme support en unités de compte de contrat d'assurance-vie ?

- Éligibilité des fonds de capital-investissement agréés et des sociétés de capital-risque sans condition :

Code des assurances	FIA de capital-investissement éligibles	Souscripteurs	Plafond*
Art. R 131-1	- FCPR/FCPI/FIP - <b>Sociétés de capital-risque (SCR)</b>	Tous souscripteurs	Suppression du plafond de 10% <b>=&gt; Aucun plafond applicable</b>
	Cas particulier des sociétés commerciales	Tous souscripteurs	Application d'un plafond de 10%

\*par rapport à l'encours des engagements exprimés en unités de compte

Source : France Invest

Dans la pratique, à quelques exceptions près, les assureurs et les distributeurs se limitent à 10-15 % de l'encours du contrat investi en capital-investissement, même au travers de FCPR.

- Éligibilité des fonds professionnels de capital-investissement et des fonds professionnels spécialisés sous conditions :

Code des assurances	FIA de capital-investissement éligibles	Conditions d'éligibilité
Art. R 131-1-1	<b>FPCI</b>	Pas de condition
	<b>FPS y compris SLP</b>	Respecter directement ou indirectement <ul style="list-style-type: none"> <li>- le quota d'investissement de 50% (L 214-28 du CMF)</li> <li>- et dont les avances en compte courant prises en compte pour le calcul du quota sont consenties à des sociétés remplissant les conditions pour être retenues dans ce quota</li> <li>- Limites fixées aux actifs numériques (20% hors quota)</li> </ul>

Source : France Invest

- Les souscriptions des parts ou actions de fonds professionnels (FPCI ou de FPS – y compris SLP) comme support en unités de compte sont réservés à certains souscripteurs devant remplir les conditions précisées dans le décret :

Code des assurances	FIA de capital-investissement éligibles	Souscripteurs soumis à conditions	Plafond
Art. R 131-1-2	FPCI	1) soit les souscripteurs, après évaluation, sont considérés comme possédant l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre leurs propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus 2) <b>soit les souscripteurs souscrivent une prime supérieure ou égale à € 100 000</b> 3) soit, lorsque les fonds éligibles sont labellisés ELTIF, les souscripteurs souscrivent une prime supérieure ou égale à € 10 000	L'encours des engagements exprimés en unités de compte sélectionnées en parts ou actions de FPVG, FPCI et FPS ne dépasse <b>pas 50 % de l'encours du contrat.</b>  Plafond spécifique = 10 % de <b>l'ensemble de l'encours du contrat</b> pour les souscripteurs souscrivant une prime supérieure ou égale à € 10 000 en parts ou actions de fonds ELTIF
	FPS y compris SLP		

Source : France Invest

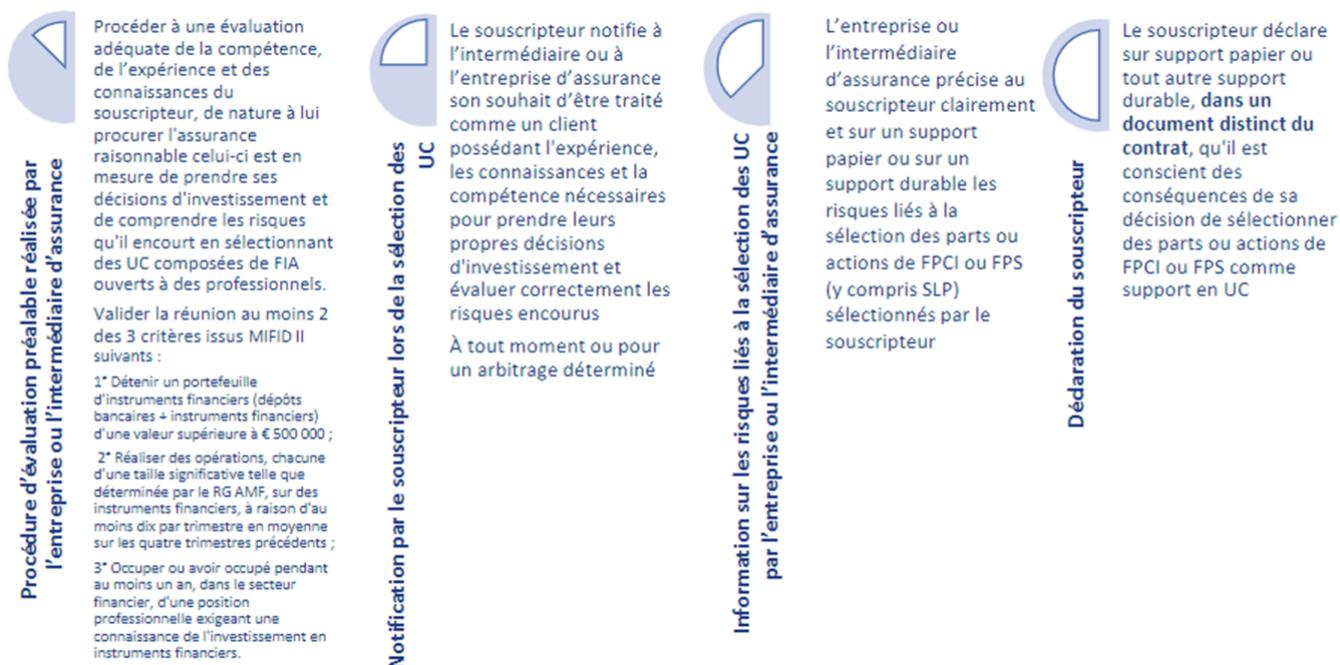
### Rappel des contraintes légales de liquidité reposant sur l'entreprise d'assurances

En cas de décès, l'entreprise d'assurance dispose d'un délai de quinze jours, après réception de l'avis de décès et de sa prise de connaissance des coordonnées du bénéficiaire ou au terme prévu pour le contrat, afin de demander au bénéficiaire du contrat d'assurance sur la vie de lui fournir l'ensemble des pièces nécessaires au paiement. A réception de ces pièces, l'entreprise d'assurance verse, dans un délai qui ne peut excéder un mois, le capital ou la rente garantis au bénéficiaire du contrat d'assurance sur la vie. Au-delà du délai d'un mois, le capital non versé produit des intérêts au double du taux légal durant 2 mois, puis au triple du taux légal à partir du 3e mois. (Art. L 132-23-1 du code des assurances)

En cas de rachat partiel ou total, l'entreprise d'assurance doit verser au souscripteur la contre-valeur de rachat du contrat dans un délai qui ne peut excéder deux mois. Au-delà de ce délai, les sommes non versées produisent de plein droit intérêt au taux légal majoré de moitié durant deux mois, puis, à l'expiration de ce délai de deux mois, au double du taux légal. (3ème et 5ème al. Art. L 132-21 du code des assurances)

Cas particulier : l'avance est un prêt consenti par l'entreprise d'assurance dans la limite de la valeur de rachat du contrat (2ème al. Art. L 132-21 du code des assurances).

Procédure applicable par les assureurs aux souscripteurs possédant l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires en quatre étapes :



Source : France Invest

## Annexe VIII – Descriptif de la gestion pilotée

L'arrêté du 7 août 2019 portant application de la réforme de l'épargne retraite définit différents profils d'investissement des allocations permettant de réduire progressivement les risques financiers peuvent être qualifiés de prudent horizon retraite, équilibré horizon retraite ou dynamique horizon retraite dans les documents remis au titulaire<sup>27</sup>.

En fonction du profil choisi et de la durée restante avant la date de votre départ en retraite, la réglementation exige que l'épargne soit investie sur une part minimale d'actifs moins risqués, c'est-à-dire d'actifs dont l'indicateur de risque et de rendement est inférieur ou égal à 3.

Part minimale de l'épargne investie en placements à faible risque prévue par la réglementation, par rapport à l'encours du plan<sup>28</sup> :

		Durée restante avant le départ en retraite de l'épargnant			
		Plus de 10 ans	10 à 5 ans	5 à 2 ans	Moins de 2 ans
Profil choisi	Prudent horizon retraite	30 %	60 %	80 %	90 %
	Equilibré horizon retraite	Pas de minimum exigé	20 %	50 %	70 %
	Dynamique horizon retraite	Pas de minimum exigé	Pas de minimum exigé	30 %	50 %

L'indicateur de risque et de rendement est symbolisé par une échelle allant de 1 à 7. Le score est une estimation du niveau de risque ainsi que du potentiel de rendement du fonds. Il figure sur le [Document d'informations](#) clés ou DICI propre à chaque fonds, et donc sur celui des fonds dans lesquels l'épargne est investie.

27 <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000038906774/>

28 Source : <https://www.amf-france.org/en/node/62617>

## Annexe IX – Rappel des textes et doctrine applicables à l'épargne retraite et salariale

**En juin 2021, Dans le prolongement des modifications apportées par la loi PACTE et ses textes d'application, notamment sur le régime de l'épargne retraite, l'AMF a modifié son règlement général et sa doctrine pour prendre en compte les impacts sur les fonds d'épargne salariale<sup>29</sup>.**

Les PER entreprise, qui peuvent être constitués sous forme de compte-titres ou de contrat d'assurance, peuvent inclure des parts de fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) relevant de l'article L. 214-164 du code monétaire et financier et répondant à certaines règles d'investissement spécifiques. La souscription de parts de FCPE, auparavant réservée aux salariés, est désormais possible pour les entreprises d'assurance. A ce titre, l'article 424-3 du règlement général de l'AMF a été modifié afin d'ajouter la possibilité de souscription des parts des FCPE par les assureurs, en plus des salariés. Par ailleurs, les parts d'un FCPE sont habituellement souscrites auprès d'un teneur de compte conservateur de parts d'épargne salariale (TCCP), lequel sert notamment d'intermédiaire entre les porteurs de parts et la société de gestion du FCPE.

Toutefois, en application des dispositions de l'ordonnance n° 2019-766 du 24 juillet 2019 portant réforme de l'épargne salariale, dans le cas d'un plan d'épargne retraite d'entreprise sous forme de contrat d'assurance, l'entreprise d'assurance, la mutuelle ou union, l'institution de prévoyance ou union est à la fois porteur de parts du FCPE et « gestionnaire » du plan, servant ainsi d'interlocuteur principal des bénéficiaires du plan d'épargne retraite, ce qui a pour effet de rendre non indispensable la présence d'un TCCP.

Par conséquent, l'article 322-73 du règlement général de l'AMF a été modifié pour exonérer les plans d'épargne retraite sous forme de contrat d'assurance du respect des dispositions du règlement général de l'AMF relatives à la tenue de compte-conservation dans l'épargne salariale.

### Modifications apportées à la doctrine

L'articulation des dispositions applicables aux PER entreprise avec celles relatives aux FCPE ainsi que les autres évolutions apportées par la loi PACTE au régime des fonds d'épargne salariale ont donné lieu à l'actualisation de la doctrine AMF pour prendre en compte :

- Les conséquences liées à la souscription des parts de FCPE par les assureurs soit la modification des mentions relatives aux modalités de souscription des parts ou catégories de parts réservées aux entreprises d'assurance dans le cadre d'un PER et la prise en compte de la représentation des titulaires d'un PER assurantiel dans la gouvernance des FCPE ;
- Les nouvelles dispositions applicables à la représentation des porteurs de parts au sein des conseils de surveillance des FCPE relevant de l'article L. 214-164 du code monétaire et financier et des dispositions relatives à l'élection et aux conditions d'exercice des droits de vote au sein des conseils de surveillance des FCPE d'actionnariat salarié ;
- La modification des conditions de constitution et de la durée de détention des sommes versées (3 ans minimum contre 5 auparavant) dans les FCPE de reprise ;
- L'éligibilité à l'actif des fonds d'épargne salariale des parts sociales des entreprises coopératives soumise à la loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopérative.

29 <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/fonds-depargne-salariale-lamf-modifie-son-reglement-generel-et-sa-doctrine>

## Annexe X – Proposition de modification de l’Article L214-164

Article L214-164

“ ...

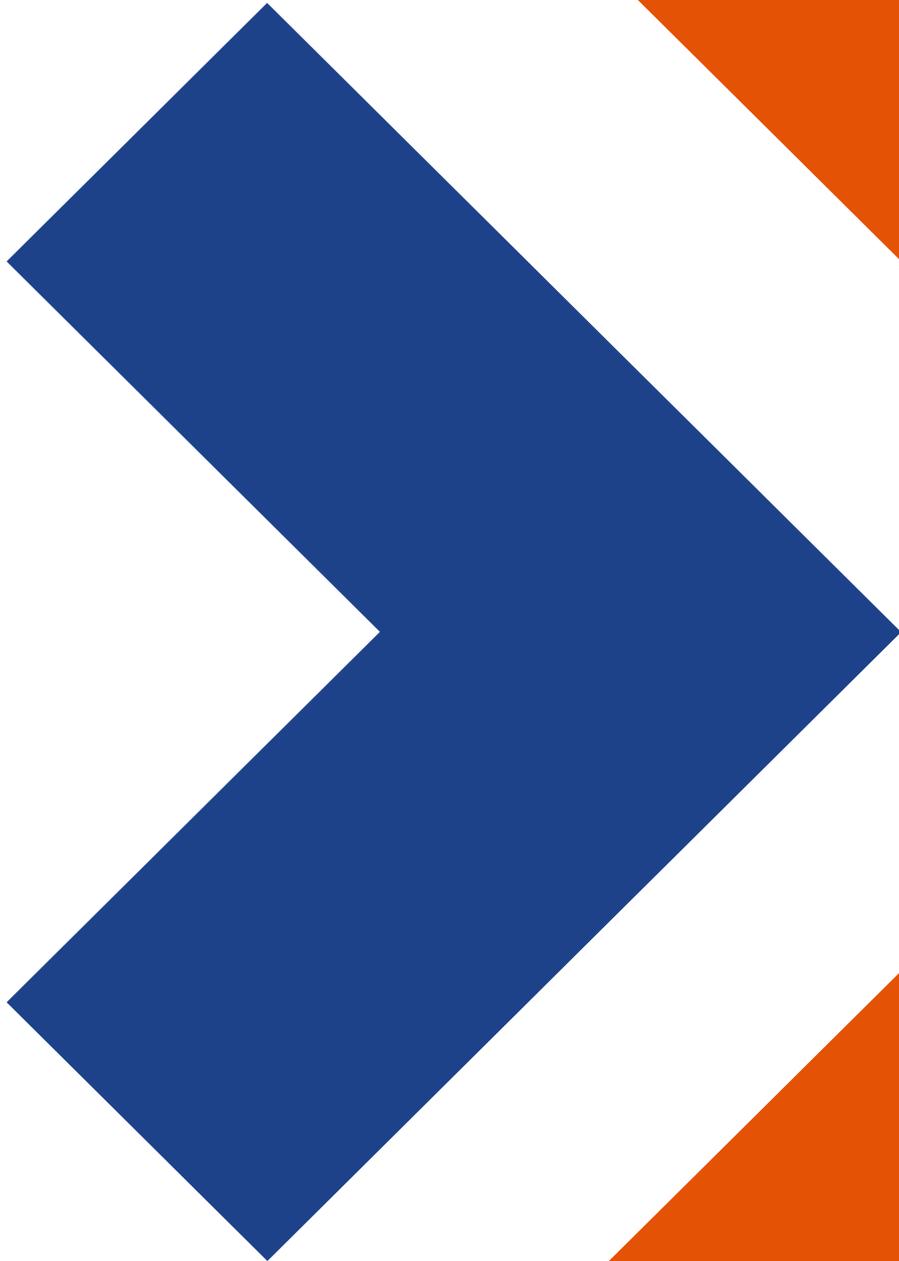
VI.-Un fonds commun de placement d’entreprise peut détenir au plus 30 % de titres émis par un fonds commun de placement mentionné à l’article L. 214-28 ou L. 214-30 ou par un organisme de placement collectif immobilier mentionné au paragraphe 3 de la sous-section 2 de la présente section.

VII.- Sans préjudice des dispositions de l’article L. 214-24-57, un fonds commun de placement d’entreprise qui peut être souscrit dans le cadre d’un plan d’épargne retraite d’entreprise peut détenir :

1° Jusqu’à 10 % de titres non admis aux négociations sur un marché réglementé, sans préjudice des dispositions du a du V ci-dessus, ou jusqu’à 10 % de titres de l’entreprise qui a mis en place le plan ou d’entreprises qui lui sont liées dans les conditions prévues aux articles L. 3344-1 et L. 3344-2 du code du travail. Cette limitation ne s’applique pas aux parts et actions d’OPCVM ou de FIA mentionnés au b du V ci-dessus détenues par le fonds ;

2° Jusqu’à 50 % de parts ou d’actions de FIA relevant des paragraphes 2,3 ou 6 de la sous-section 2 ou des paragraphes 1 ou 2 de la sous-section 3 de la présente section, dans des conditions fixées par décret.

...”



23 rue de l'Arcade  
75008 Paris  
[franceinvest.eu](http://franceinvest.eu)