



**MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE,  
DE L'INDUSTRIE ET DE L'EMPLOI**

**MINISTÈRE DU BUDGET, DES COMPTES  
PUBLICS, DE LA FONCTION PUBLIQUE  
ET DE LA RÉFORME DE L'ÉTAT**



**RAPPORT**

**N° 2009-M-066-03**

**LES FRAIS PRÉLEVÉS SUR LES PRODUITS FINANCIERS BÉNÉFICIAIRES  
D'UN AVANTAGE FISCAL POUR FAVORISER L'INVESTISSEMENT DANS  
LES PME**

Établi par

**THOMAS CAZENAVE**  
Inspecteur des finances

**MICKAËL OHIER**  
Inspecteur des finances

**ALEXANDRE SINÉ**  
Inspecteur des finances

**PIERRE-EMMANUEL THIARD**  
Inspecteur des finances

Sous la supervision de  
**BRUNO DURIEUX**  
Inspecteur général des finances

**- OCTOBRE 2009 -**

## SYNTHÈSE

L'inspection générale des finances (IGF) a été saisie d'une mission visant à étudier les frais et commissions prélevés sur les produits d'investissement dans les petites et moyennes entreprises (PME) ouvrant droit à un avantage fiscal au titre de l'impôt sur le revenu (IR) ou de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF).

Les produits concernés sont de deux types : les fonds communs de placement (les fonds d'investissements de proximité (FIP), les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), les fonds communs de placement à risque (FCPR) fiscaux) ainsi que les holdings d'investissements en fonds propres. Ces deux types de véhicules ont permis de lever en 2008 plus de 1,2 Mds € pour un montant de dépense fiscale de 500 M€.

### Les principaux constats de la mission sont les suivants :

- ◆ les frais et commissions prélevés sur ces produits ne sont pas suffisamment transparents pour les investisseurs :
  - pour les fonds, les exigences de transparence ont été sensiblement accrues par l'instruction de l'Autorité des marchés financiers (AMF) de juin 2009 qui a simplifié et partiellement harmonisé les catégories de frais. Toutefois, en l'absence de données agrégées, sous la forme d'un taux de frais synthétique par exemple, la comparabilité entre les fonds reste limitée ;
  - les holdings faisant appel public à l'épargne relèvent du droit des émetteurs et non de celui des prestataires. Par conséquent, les obligations de transparence en matière de frais ne sont pas aussi exigeantes que celles applicables aux fonds. La faible lisibilité des prospectus en matière de frais ainsi que le recours à des prélèvements sur les PME ne permettent pas d'évaluer le montant des frais et commissions qui sera effectivement prélevé.
- ◆ le niveau des frais est élevé mais ne semble pas lié à l'existence d'un avantage fiscal :
  - en l'absence de données agrégées sur les frais et commissions prélevés, la mission a élaboré un modèle d'estimation du taux de frais annuel moyen. A partir d'un échantillon de produits et sous certaines hypothèses, il a été estimé à 5,5 % en moyenne pour les fonds ;
  - le taux de frais ne semble pas avoir progressé avec l'entrée en vigueur de la loi pour le travail, l'emploi et le pouvoir d'achat (TEPA). L'accroissement du montant de l'avantage fiscal n'a pas eu pour conséquence une révision des pratiques tarifaires des sociétés de gestion ;
  - le taux annuel de frais moyen sur produits similaires, mais n'ouvrant pas droit à avantage fiscal (FCPR dits « allégés » destinés aux investisseurs institutionnels), est inférieur de deux points environ principalement en raison de l'absence des frais de distribution qui sont prélevés sur les produits destinés aux particuliers.
- ◆ les frais de distribution paraissent excessifs en raison des rétrocessions annuelles qui ne sont justifiées ni sur le plan économique ni sur le plan juridique :
  - la mission a estimé que les frais de distribution, qui sont constitués des droits d'entrée et des rétrocessions annuelles sur les frais de gestion, représentent environ 35 % du montant total des frais ;

## Rapport

- les rétrocessions annuelles sont perçues sans contrepartie pour l'investisseur en termes de conseil. En effet, les sommes investies sont bloquées pendant au moins cinq ans sans possibilité d'arbitrage. Les rétrocessions ne remplissent donc pas la condition d'amélioration des services rendus au client prévue par les textes encadrant la pratique des rétrocessions.

### **La mission a instruit différentes options visant à mieux réguler les frais prélevés.**

- ◆ La mission a écarté les solutions visant à plafonner les frais. La définition d'une norme impérative ou bien indicative, aurait pour effet d'inciter les intermédiaires à s'aligner sur cette norme. Par ailleurs, le plafond pourrait être facilement contourné, ce qui limite l'efficacité attendue de la mesure.
- ◆ Plusieurs dispositions alternatives permettraient de limiter le montant des frais :
  - prévoir un mode de rémunération des sociétés de gestion davantage lié à leurs performances. A l'issue d'une période de cinq années, les frais seraient calculés non plus sur le montant du capital investi mais sur le plus petit montant entre ce dernier et la valeur de l'actif net. Ce dispositif serait la contrepartie du « *carried interest* » en cas de contreperformance ;
  - accroître la transparence et la lisibilité des frais pour favoriser la concurrence entre les produits :
    - les obligations de transparence des holdings pourraient être alignées sur celles des fonds en imposant la publication d'une notice équivalente qui devrait en outre préciser le montant maximum des frais qui seront prélevés sur les PME ;
    - les notices des fonds et des holdings pourraient prévoir un taux annuel de frais maximum accompagné d'un exemple numérique. Ce taux permettrait d'apprécier le montant des frais qui pourront être prélevés sur la période de blocage ainsi que sur la période de détention recommandée par la société de gestion ;
    - à l'image de ce qui se pratique déjà dans un certain nombre de pays, le site internet de l'AMF pourrait être doté d'un comparateur de produits. Ce comparateur permettrait au souscripteur de calculer le montant des frais prélevés et le montant de capital restitué pour chacun des produits visés par l'AMF selon différentes hypothèses.
  - interdire les rétrocessions annuelles aux distributeurs sur ces produits. Bien que cette interdiction découle de l'application des textes existants, une disposition dans le code monétaire et financier précisant l'interdiction de cette pratique sur les FIP, les FCPI, les FCPR fiscaux et les holdings ISF PME permettrait à la fois de bien délimiter le champ de l'interdiction et d'éviter l'écueil de sanctions portant sur des pratiques antérieures tolérées jusque là par le régulateur.

# SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	1
<b>1. LES FRAIS ET COMMISSIONS PRÉLEVÉS NE SONT PAS SUFFISAMMENT TRANSPARENTS EN PARTICULIER POUR LES HOLDINGS ISF-PME .....</b>	<b>3</b>
1.1. L'AMF a accru les exigences de transparence pour les fonds mais des marges d'amélioration demeurent.....	3
1.1.1. <i>L'instruction AMF de juin 2009 a simplifié et harmonisé la présentation des frais .....</i>	<i>3</i>
1.1.2. <i>Des marges de progrès demeurent en matière de transparence et de comparabilité .....</i>	<i>5</i>
1.2. Pour les holdings, les informations transmises à l'investisseur ne permettent pas d'évaluer le montant des frais et commissions qui sera prélevé .....	5
<b>2. LE NIVEAU ÉLEVÉ DES FRAIS S'EXPLIQUERAIT DAVANTAGE PAR LES MODALITÉS DE DISTRIBUTION DE CES PRODUITS QUE PAR L'EXISTENCE D'UN AVANTAGE FISCAL .....</b>	<b>7</b>
2.1. Le taux de frais annuel moyen est élevé mais il est resté stable avec l'entrée en vigueur de la loi TEPA .....	7
2.1.1. <i>Les taux de frais annuels moyens des fonds sont peu dispersés autour d'une moyenne de 5,5 %.....</i>	<i>7</i>
2.1.2. <i>Le montant des frais prélevés ne semble pas avoir progressé avec l'entrée en vigueur de la loi TEPA.....</i>	<i>9</i>
2.2. Toutefois, les frais de distribution paraissent surestimés en raison des rétrocessions annuelles comprises entre 1 % et 1,5 % sans réelles contreparties.....	9
2.2.1. <i>Les frais de distribution représentent environ 35 % du total des montants prélevés.....</i>	<i>9</i>
2.2.2. <i>Le montant des frais est plus élevé que sur les produits comparables sans avantage fiscal en raison des frais de distribution .....</i>	<i>10</i>
2.2.3. <i>Les frais de distribution s'expliquent principalement par des rétrocessions annuelles qui ne sont justifiées ni sur le plan économique ni sur le plan juridique.....</i>	<i>10</i>
<b>3. LA MISSION A INSTRUIT DIFFÉRENTES OPTIONS VISANT À MIEUX RÉGULER LES FRAIS PRÉLEVÉS.....</b>	<b>14</b>
3.1. Les solutions visant à encadrer le montant des frais et des commissions seraient d'une efficacité limitée et présenteraient de nombreux inconvénients .....	14
3.2. Le mode de rémunération des sociétés de gestion pourrait être davantage lié à leur performance.....	14
3.3. Plusieurs dispositions sont envisageables pour accroître la transparence des frais .....	15
3.3.1. <i>Aligner les obligations d'information des sociétés holdings faisant appel public à l'épargne sur celles des FCPR.....</i>	<i>15</i>
3.3.2. <i>Renforcer la lisibilité et la comparabilité des frais.....</i>	<i>15</i>
3.4. En application des dispositions de la directive MIF et du règlement général de l'AMF, les rétrocessions annuelles aux distributeurs devraient être interdites .....	16
<b>4. SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS.....</b>	<b>17</b>

## INTRODUCTION

**Afin de mobiliser davantage les capitaux en faveur des petites et moyennes entreprises (PME), plusieurs dispositifs d'investissement permettent aux particuliers de bénéficier d'un avantage fiscal** au titre de l'impôt sur le revenu (dispositif dit « Madelin »<sup>1</sup>) et de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) depuis l'entrée en vigueur de la loi sur le travail, l'emploi et le pouvoir d'achat (TEPA)<sup>2</sup>.

**Les produits concernés sont de deux types :**

- ◆ **les fonds communs de placement** (les fonds d'investissements de proximité (FIP) les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et les fonds communs de placement à risque (FCPR) fiscaux), ouvrant droit à un avantage fiscal de 25 % au titre de l'impôt sur le revenu et de 50 % au titre de l'ISF<sup>3</sup> ;
- ◆ **les holdings d'investissements** en fonds propres pour les PME ouvrant droit au même avantage fiscal que les investissements directs, soit 75 % des sommes investies au titre de l'ISF.

**Ces deux types de véhicules ont permis de lever en 2008 plus de 1,2 Mds €,** essentiellement par l'intermédiaire des fonds (les FCPR fiscaux, les FIP et les FCPI ont permis de lever 1 100 M€ avec 145 000 souscripteurs contre 126 M€ avec 6 300 souscripteurs pour les holdings) pour un montant de dépense fiscale de 500 M€ (242 M€ au titre de la réduction d'IR et 258 M€ au titre de l'ISF).

**Ces produits, qui représentent des sources de financement importantes pour les PME, font toutefois l'objet de critiques récurrentes quant aux montants des frais qu'ils prélèvent :**

- ◆ tout d'abord, les frais et commissions prélevés ne seraient pas suffisamment transparents pour les investisseurs. En effet, les frais de gestion peuvent être nombreux et se prêter difficilement à la comparaison ;
- ◆ par ailleurs, le montant des frais pourrait avoir pour effet de capter au profit des intermédiaires une part élevée de l'avantage fiscal et diminuer ainsi l'efficacité du dispositif.

---

<sup>1</sup> Les personnes physiques qui souscrivent indirectement au capital des PME non cotées sur un marché réglementé peuvent bénéficier d'une réduction d'impôt de 25 % du montant de l'investissement dans une limite de 3 000 € pour une personne seule et 6 000 € pour un couple. Les investissements dans les holdings et les fonds FIP et FCPI ouvrent droit également à cet avantage fiscal.

<sup>2</sup> La loi du 21 août 2007 en faveur du travail de l'emploi et du pouvoir d'achat (TEPA) a prévu une réduction du montant de l'ISF en cas d'investissements dans les PME non cotées.

L'article 885-0 V bis du code général des impôts permet aux redevables de l'ISF de déduire du montant de leur impôt 75 % des versements effectués au titre de souscriptions au capital ou aux augmentations de capital de PME européennes dans la limite de 50 000 € de réduction d'impôt chaque année.

<sup>3</sup> Le redevable bénéficiant de la réduction d'ISF prévue en faveur de la souscription au capital de PME ou de parts de FIP/FCPI peut également bénéficier, le cas échéant, de la réduction Madelin, au titre d'une souscription distincte, d'un versement distinct effectué au titre d'une même souscription ou bien de la fraction d'un versement n'ayant pas donné lieu au bénéfice de l'une des réductions d'impôt sur le revenu prévues à l'article 199 *terdecies* 0-A du code général des impôts. Source : BOI 7S-3-08, § 232 et s.

## Rapport

Le Sénat a adopté le 29 juin 2009 en première lecture une proposition de loi prévoyant que *« le montant des frais et commissions ne peut excéder un plafond fixé par arrêté du ministre chargé de l'économie »*. Pour motiver cette disposition, la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation du Sénat souligne que *« l'intérêt général commande d'assurer que l'avantage fiscal consenti par l'État profite avant tout aux entreprises et ne soit pas utilisé pour « gonfler » les frais perçus par les structures d'intermédiation »*<sup>4</sup>.

Dans ce contexte, l'Inspection générale des finances (IGF) a été saisie par le ministre en charge de l'économie, de l'industrie et de l'emploi d'une mission visant à étudier les pratiques tarifaires et à proposer des pistes pour mieux les réguler.

Ce rapport, qui présente les principaux constats et propositions de la mission, est accompagné de quatre annexes thématiques :

- ◆ une annexe de présentation des produits financiers favorisant l'investissement des particuliers dans les PME ;
- ◆ une annexe relative à la transparence et à la comparabilité des frais et commissions ;
- ◆ une annexe relative au niveau des frais ;
- ◆ une annexe relative à la distribution des parts de fonds et des holdings ISF PME.

---

<sup>4</sup> Rapport au nom de la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation du Sénat sur la proposition visant à renforcer l'efficacité de la réduction d'impôt de solidarité sur la fortune au profit de la consolidation du capital des petites et moyennes entreprises, Albéric de Montgolfier, 17 juin 2009.

## 1. Les frais et commissions prélevés ne sont pas suffisamment transparents en particulier pour les holdings ISF-PME

**La transparence présente un double enjeu.** Il s'agit d'une part de garantir une information complète et compréhensible pour l'investisseur sur le montant des frais qui seront prélevés sur son capital et, d'autre part, d'assurer la comparabilité des produits pour favoriser la concurrence et faire pression à la baisse sur les prix.

**Les sociétés holdings et les fonds ne sont pas soumis aux mêmes obligations.** En effet, les fonds sont des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) créés par des sociétés de gestion habilitées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et doivent obtenir un agrément sur la base d'une notice. Les holdings quant à elles sont des sociétés commerciales dotées de la personnalité morale qui peuvent prendre différentes formes (société anonyme, société en commandite par actions, etc.). Elles ne constituent donc pas des OPCVM. Celles qui font appel public à l'épargne<sup>5</sup> relèvent du droit des émetteurs avec l'obligation de publier un prospectus visé par l'AMF et non du droit des prestataires avec agrément des produits.

### 1.1. L'AMF a accru les exigences de transparence pour les fonds mais des marges d'amélioration demeurent

#### 1.1.1. L'instruction AMF de juin 2009 a simplifié et harmonisé la présentation des frais

Une instruction AMF<sup>6</sup>, publiée le 4 juin 2009, fixe le contenu des notices d'information des FCPR, FCPI et FIP agréés et précise les modalités de présentation des frais et commissions.

**Les fonds peuvent prélever deux types de frais :**

- ◆ **les frais à l'entrée et à la sortie :**
  - commission de souscription (appelée aussi « droit d'entrée ») : rémunération du distributeur sous forme de rétrocession, exprimée en % du montant des souscriptions ;
  - commission de constitution : couverture des frais de lancement du fonds (frais juridiques, frais de communication...), son mode de calcul étant laissé à la libre appréciation du fonds ;
  - commission de rachat (appelée aussi « droit de sortie ») : montant prélevé sur les souscripteurs qui souhaiteraient liquider leurs parts prématurément, exprimée en % de la valeur liquidative ;
- ◆ **les frais pendant la durée de vie du fonds :**
  - frais récurrents de gestion et de fonctionnement : couverture des frais récurrents du fonds (rémunération de l'équipe de gestion, frais légaux de type commissariat aux comptes, délégué etc.), exprimés en % du montant des souscriptions ;

---

<sup>5</sup> Désormais appelé « offre au public de titres financiers » depuis l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009.

<sup>6</sup> Instruction n° 2009-05 du 4 juin 2009 relative au prospectus complet de fonds communs de placement à risques agréés.

## Rapport

- frais de fonctionnement non récurrents liés à l'acquisition, au suivi et à la cession des participations (« commissions de mouvement ») : couverture des frais liés à l'acquisition de titres sur les marchés cotés, son mode de calcul étant laissé à la libre appréciation du fonds ;
- frais de gestion indirects : couverture des frais liés à l'investissement dans d'autres OPCVM (les frais de gestion facturés par les OPCVM cibles), exprimés en % de l'actif net des OPCVM cibles.

**L'instruction AMF a unifié la présentation des frais et simplifié le document** en réduisant le nombre de catégories. Elle a également harmonisé dans une large mesure les bases de calcul.

**Tableau 1 : Évolution de la typologie des frais de gestion récurrents prévue par l'instruction AMF du 4 juin 2009<sup>7</sup>**

Typologie des frais antérieure à l'instruction du 4 juin 2009		Typologie des frais issue de l'instruction du 4 juin 2009	
Frais	Assiette	Frais	Assiette
Commission récurrente de gestion	Actif net et/ou souscriptions	Frais récurrents de gestion et de fonctionnement	Souscriptions
Frais de commissaire aux comptes	Frais réel ou actif net		
Frais du dépositaire	Frais réel ou actif net		
Rémunération du déléataire administratif et comptable	Frais réel ou actif net		
Commission de constitution	Souscriptions	Commission de constitution	Libre
Frais d'impression et d'envoi des documents d'information <sup>8</sup>	Frais réels ou actif net		
Frais de conseils juridiques et fiscaux	Actif net		
Frais de communication	Frais réel ou actif net		
Commission de mouvement	Taux estimé pour chaque transaction	Frais de fonctionnement non récurrents liés à l'acquisition, au suivi et à la cession des participations	Libre
Frais d'investissement (ou frais d'intermédiation)	Frais réels		
Frais de gestion indirects	Actif net de l'OPCVM cible	Frais de gestion indirects	Actif net de l'OPCVM cible

*Source : Mission.*

<sup>7</sup> Hormis les droits d'entrée, commissions de rachat et *carried interest*.

<sup>8</sup> Ce frais et les deux suivants peuvent également être intégrés dans la catégorie des « frais récurrents de gestion et de fonctionnement ».



**A côté des frais proprement dits, les sociétés de gestion peuvent percevoir du *carried interest*.** Il s'agit d'une commission de performance correspondant à la fraction prélevée par la société de gestion sur la plus value éventuellement réalisée lors de la liquidation du fonds. Cette fraction est plafonnée à 20 % de la plus value pour les FCPR<sup>9</sup>. Le *carried interest* correspond à une pratique internationale. Toutefois, rares sont les sociétés de gestion qui ont bénéficié de ce partage de la plus value. En effet, l'étude de l'AMF sur la première génération des fonds FCPI (1997-2007) met en évidence la faiblesse des performances de ces produits : fin 2007, 73 % des FCPI concernés par cette étude affichaient une valeur liquidative inférieure à leur valeur d'origine.

### 1.1.2. Des marges de progrès demeurent en matière de transparence et de comparabilité

**Tout d'abord, le *carried interest* reste absent des tableaux récapitulatifs des frais dans les notices d'information.** Il est présenté de façon peu lisible dans la partie de la notice qui décrit la nature des porteurs de parts, la proportion relative de chaque catégorie de parts et le régime applicable en cas de non-restitution aux porteurs de parts de leur apport nominal. Le souscripteur non averti est peu susceptible d'identifier cette catégorie de frais et de la prendre en compte dans son calcul alors qu'il s'agit d'un prélèvement substantiel sur la plus value qui doit revenir à l'investisseur.

**Par ailleurs, l'investisseur n'est pas en mesure d'apprécier le niveau global des frais et commissions qui seront prélevés sur son investissement.** Il n'existe pas en effet de taux de frais agrégeant l'ensemble des frais récurrents et non récurrents rapportés à une assiette commune et lissés sur la durée de vie du fonds.

**En l'absence de données agrégées, même indicatives, la comparabilité des frais reste très limitée.** Pourtant, une telle information est prévue pour d'autres produits financiers. L'information relative aux crédits immobiliers, par exemple, doit inclure un taux effectif global (TEG) des frais prélevés par l'établissement bancaire<sup>10</sup>.

### 1.2. Pour les holdings, les informations transmises à l'investisseur ne permettent pas d'évaluer le montant des frais et commissions qui sera prélevé

**Les holdings ISF PME relèvent de la réglementation applicable aux sociétés procédant à une augmentation de capital par « offre au public ».** Les holdings ne faisant pas appel public à l'épargne ne rentrent donc pas dans le champ de compétences de l'AMF. A l'exception de ces dernières, les sociétés holdings sont tenues d'émettre un prospectus qui vise à informer le souscripteur de la situation de l'entreprise, de son organisation et de son modèle économique.

---

<sup>9</sup> Article R. 214-69 du code monétaire et financier.

<sup>10</sup> Il agrège « les intérêts les frais, commissions ou rémunérations de toute nature, directs ou indirects, y compris ceux qui sont payés ou dus à des intermédiaires intervenus de quelque manière que ce soit dans l'octroi du prêt, même si ces frais, commissions ou rémunérations correspondent à des débours réels » (article L. 313-1 du code de la consommation).

## Rapport

**Le modèle du prospectus n'est toutefois pas adapté** au cas particulier des holdings ISF PME dont l'objet est d'investir dans d'autres sociétés et dont la rémunération est assise sur le prélèvement de commissions sur le capital des souscripteurs. En effet, le prospectus ne prévoit pas de rubrique spécifique aux « frais et commissions » contrairement à la notice d'information des fonds. L'information relative à la rémunération de la holding est ainsi dispersée dans le prospectus dans différentes rubriques qui ne sont pas comparables à celles des notices des fonds.

**En plus des frais de gestion, les sociétés holdings peuvent prélever directement des commissions sur les PME via par exemple la facturation de prestations de services.** Il s'agit indirectement de prélèvements sur la valeur de l'investissement du souscripteur. Or, ces prélèvements ne sont pas transparents pour lui car ils ne figurent pas systématiquement dans le prospectus d'émission et ne sont pas comparables aux autres frais.

**L'information est par ailleurs souvent peu claire.** L'investisseur ne dispose pas, par exemple, d'un tableau récapitulatif de l'ensemble des frais prélevés, ni d'un taux agrégé des frais. Il n'est donc pas en mesure de procéder à l'évaluation du montant total des frais et à la comparaison des frais prélevés par différentes holdings. En outre, certains prospectus sont incomplets ou entachés d'inexactitudes.

**La différence d'exigence de transparence entre les holdings et les fonds ne se justifie pas** dans la mesure où il s'agit d'activités et de produits très proches. Il peut même sembler paradoxal d'imposer des exigences de transparence moindres pour les holdings alors que le montant de l'avantage fiscal est plus important et qu'il s'agit très souvent d'investissements plus risqués du fait notamment de l'absence de règles de diversification.

## 2. Le niveau élevé des frais s'expliquerait davantage par les modalités de distribution de ces produits que par l'existence d'un avantage fiscal

En l'absence de données agrégées sur les frais et commissions prélevés, la mission a élaboré un modèle d'estimation du taux de frais annuel moyen (TFAM)<sup>11</sup>. Ce taux est calculé à partir des notices des fonds et des prospectus pour les holdings et repose sur un certain nombre de conventions. En particulier, la mission a retenu l'hypothèse d'une durée de détention de huit ans unique pour l'ensemble des produits et élaboré trois scénarios de rendement afin d'estimer les frais ayant pour assiette l'actif net<sup>12</sup>.

### 2.1. Le taux de frais annuel moyen est élevé mais il est resté stable avec l'entrée en vigueur de la loi TEPA

#### 2.1.1. Les taux de frais annuels moyens des fonds sont peu dispersés autour d'une moyenne de 5,5 %

La mission a estimé le TFAM pour un échantillon de 25 fonds dont la période de souscription s'est achevée après le 20 juin 2007 et ouvrant donc droit à la réduction d'ISF prévue par la loi TEPA.

Dans le scénario de rendement médian, le TFAM se situe à 5,5 %. Sur une durée de détention de huit ans, le montant total des frais prélevés représente en moyenne 38 % de l'investissement initial ce qui correspond également au montant de l'avantage fiscal obtenu. Ainsi, sans l'avantage fiscal, pour offrir une rentabilité équivalente aux placements sans risque du type obligataire, ces produits devraient afficher un rendement au moins supérieur à 10 %.

Tableau 2 : Taux annuel de frais moyen selon les différents scénarios de rendement

Scénarios de rendement	TFAM
Scénario pessimiste	5,3 %
Scénario médian	5,5 %
Scénario optimiste	7,5 %

Source : Mission. Échantillon de 25 FCPI et FIP post TEPA

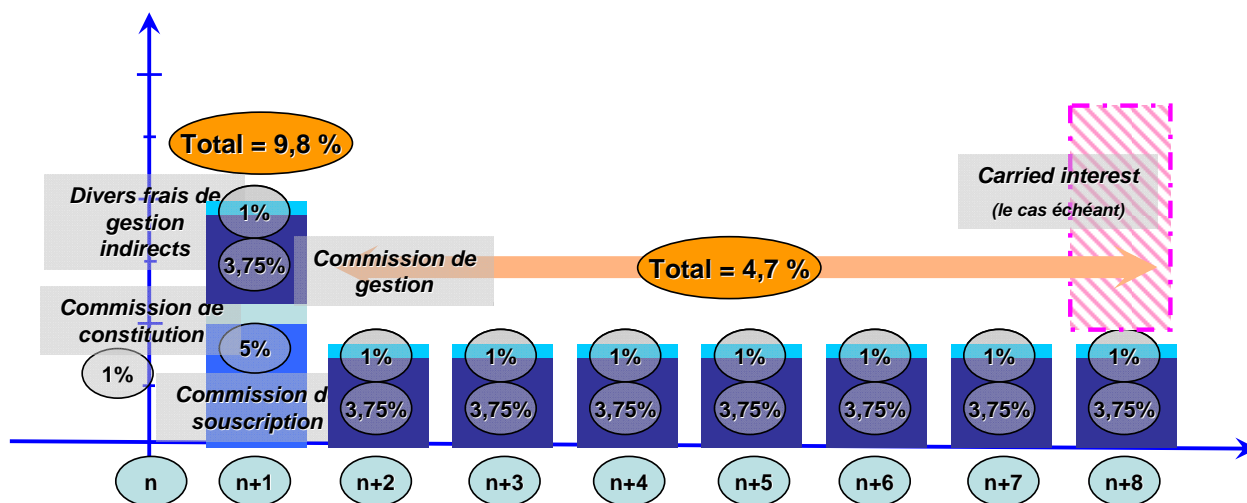
<sup>11</sup> Moyenne des taux annuels de frais (montant des frais / valeur de l'actif) sur une durée de détention de huit années.

<sup>12</sup> Trois hypothèses relatives de rendement du fonds :

- une hypothèse haute qui permettrait d'accroître le capital investi de 50 % sur cinq ans hors frais de gestion (soit une croissance de 8,45 % par an) ;
- une hypothèse intermédiaire avec un accroissement du capital investi de 10 % sur cinq ans (soit un taux de croissance de 1,92 % par an proche d'un niveau d'inflation moyen) ;
- une hypothèse basse de réduction du capital investi de 50 % sur cinq ans (soit une baisse annuelle de -12,94 % par an).

## Rapport

Graphique 1 : Exemple de la structure des frais sur une période de détention de 8 ans pour un taux annuel moyen de frais de 5,5 %



Source : Mission.

Dans le scénario optimiste, il convient de rajouter au montant des frais et commissions prélevés le *carried interest* pour pouvoir apprécier l'ensemble des éléments de la rémunération des intermédiaires. En tenant compte du *carried interest*, dans ce scénario, le taux de frais annuel moyen s'élève à 6,1 % contre 5,5 % sans *carried interest*.

Ces frais ont notamment pour contrepartie des coûts qui sont plus importants que sur d'autres classes d'actifs. En effet, par rapport à l'activité dans le secteur coté, le capital investissement exige un travail de prospection et d'identification des PME cibles. Cela passe notamment par une bonne connaissance du ou des secteurs d'investissement, par l'examen d'une grande quantité de dossiers d'investissement, la réalisation d'audits, la négociation de tours de table.

Les montants prélevés par les sociétés de gestion sont relativement concentrés. Dans le scénario médian par exemple, les taux de frais des fonds examinés sont compris entre 4,9 % et 6,1 %, traduisant des pratiques tarifaires très proches. Cet alignement reflète la faible concurrence des sociétés de gestion en matière de frais. Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer cette situation :

- ◆ le manque de comparabilité n'incite pas les sociétés de gestion à se concurrencer sur le montant des frais. Elles mettent plutôt en avant leurs performances passées (*track record*) ainsi que la qualité de leurs équipes ;
- ◆ le montant de l'avantage fiscal rend l'investisseur moins sensible aux questions de performance et donc de frais des produits ;
- ◆ les frais de gestion récurrents prélevés sur le capital sont relativement indolores pour l'investisseur.

Il n'a pas été possible de mener complètement l'exercice d'évaluation du montant des frais pour les sociétés holdings. La mission a procédé à l'estimation du TFAM pour un échantillon de 10 holdings. Les taux obtenus sont d'un niveau proche des fonds en moyenne avec des écarts très importants. Toutefois, ce résultat est fragile compte tenu de la pratique très répandue des facturations aux PME cibles mais aussi du caractère parfois incomplet des prospectus, qui ne permettent pas par conséquent d'apprécier le taux réel de frais pratiqués.

### 2.1.2. Le montant des frais prélevés ne semble pas avoir progressé avec l'entrée en vigueur de la loi TEPA

La mission a comparé le TFAM obtenu sur l'échantillon de produits émis après la loi TEPA à un échantillon de douze produits commercialisés avant 2007 afin de mesurer si l'avantage fiscal est capté par les intermédiaires au détriment des PME et des investisseurs. L'écart moyen sur le taux de frais entre les deux échantillons est de 0,2 point environ, ce qui représente un écart de 116 € pour un investissement initial de 10 000 € sur une durée de détention de huit ans. Dans le scénario optimiste, l'écart est plus important (1 point). Il s'explique par un biais dans la composition des deux échantillons. Une fois ce biais corrigé, l'écart est nul dans ce scénario entre les deux échantillons<sup>13</sup>.

Tableau 3 : Comparaison des taux frais annuels moyens de l'échantillon avant et après la loi TEPA

Scénarios de rendement	Échantillon de FCPI et de FIP ante TEPA	Échantillon de FCPI et FIP post TEPA
Scénario pessimiste	5,1 %	5,3 %
Scénario médian	5,3 %	5,5 %
Scénario optimiste	6,5 %	7,5 %

Source : Mission.

La loi TEPA semblerait ne pas avoir eu d'effet sur les pratiques tarifaires des fonds. Ce résultat s'explique principalement par le fait que les tarifs pratiqués correspondent à des pratiques de marché qui n'ont pas été modifiées en 2007.

## 2.2. Toutefois, les frais de distribution paraissent excessifs en raison des rétrocessions annuelles comprises entre 1 % et 1,5 % sans réelles contreparties

D'après une étude récente menée par l'AFIC<sup>14</sup>, les FCPI, FIP sont distribués essentiellement par les réseaux bancaires et d'assurance (58 %), par les conseillers en gestion de patrimoine indépendants (24 %) et les courtiers en ligne (12 %).

### 2.2.1. Les frais de distribution représentent environ 35 % du total des montants prélevés

Les distributeurs prélèvent deux types de frais :

- ◆ **les droits d'entrée d'environ 3 %**

Perçus en une seule fois, les frais de souscription sont exprimés en pourcentage du montant de l'opération. Ces frais peuvent être négociés au moment de la souscription. Ils sont le plus souvent directement payés par l'investisseur au distributeur.

Dans la plupart des produits examinés par la mission, le montant maximum des droits d'entrée est fixé à 5 %. A partir des entretiens conduits par la mission et des données communiquées, le droit d'entrée effectif se situerait en moyenne aux environs de 3 %.

<sup>13</sup> Le différentiel plus marqué de +0,9 point observé dans le scénario 3 s'explique par la composition de l'échantillon témoin qui comprend moins de fonds dont les frais sont calculés sur une assiette variable ou alternative que dans l'échantillon test, alors que ce facteur affecte significativement le montant des frais prélevés. Toutefois, après élimination des fonds à assiette variable ou alternative dans les deux échantillons, le TFAM s'élève à 5,7 % dans les deux cas dans le scénario 3.

<sup>14</sup> Étude non publiée de l'AFIC menée à la demande de la mission auprès de ses adhérents en septembre 2009.

## Rapport

### ◆ une rétrocession annuelle des frais de gestion d'environ 1,2 %

Le contrat de commercialisation entre le distributeur et la société de gestion prévoit le plus souvent une rétrocession d'un pourcentage des frais de gestion perçus annuellement par la société de gestion ou la holding ISF PME.

L'examen des taux de rétrocession à la distribution des frais de gestion prélevés par les holdings ISF PME et par les sociétés de gestion de FIP et FCPI rencontrées ou contactées par la mission a permis de déterminer que le niveau de rétrocession moyen se situait actuellement autour de 30 % des frais de gestion, soit environ 1,2 %, en progression depuis ces dernières années.

Au total, **les frais de distribution agrégés représentent 35 % du montant total des frais prélevés sur une durée de détention de huit années.**

### 2.2.2. Le montant des frais est plus élevé que sur les produits comparables sans avantage fiscal en raison des frais de distribution

La mission a comparé le taux de frais des fonds créés après la loi TEPA à celui d'un échantillon de douze FCPR allégés destinés aux institutionnels et n'ouvrant pas droit à un avantage fiscal. Ces derniers se distinguent des produits destinés aux particuliers par des tickets moyens plus élevés et le fait qu'ils sont placés directement auprès des investisseurs sans recours aux distributeurs. L'écart de taux de frais constaté s'élève à environ 2,5 points selon les scénarios.

Tableau 4 : Comparaison des taux frais annuels moyens de l'échantillon de FCPR allégés et de l'échantillon de FIP-FCPI

Scénarios de rendement	Échantillon de FCPR allégés	Échantillon de FCPI et FIP post TEPA
Scénario pessimiste	2,6 %	5,3 %
Scénario médian	3,0 %	5,5 %
Scénario optimiste	5,3 %	7,5 %

*Source : Mission.*

L'essentiel de l'écart s'explique par les frais liés à la distribution et auxquels ne sont pas soumis les FCPR allégés. Ils représentent en effet 1,83 point (0,63 point de droits d'entrée lissés sur 8 années et 1,2 point de rétrocessions annuelles). L'écart résiduel d'environ 0,67 point peut être imputé aux coûts supplémentaires générés par les produits grand public par rapport aux produits destinés à une clientèle d'institutionnels (ticket moyen plus faible, information des investisseurs, communication, etc.)

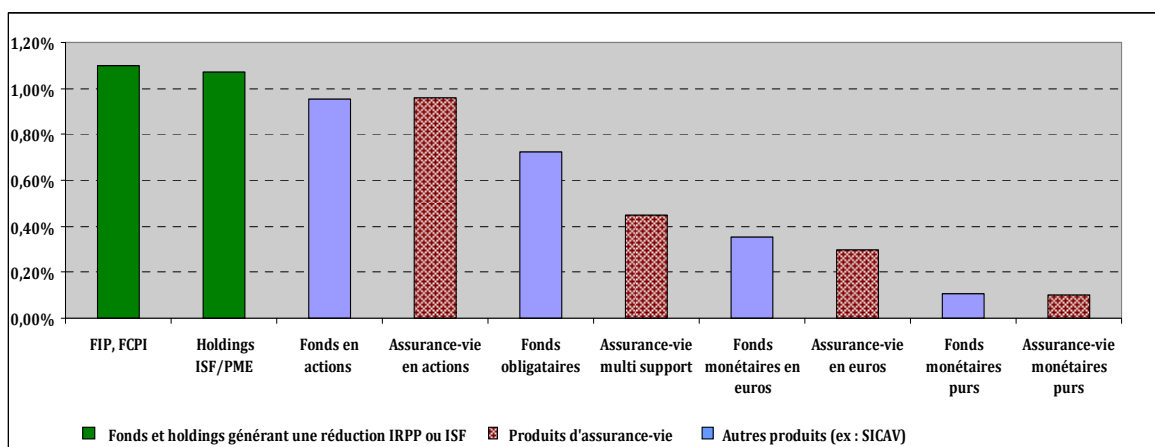
### 2.2.3. Les frais de distribution s'expliquent principalement par des rétrocessions annuelles qui ne sont justifiées ni sur le plan économique ni sur le plan juridique

La rémunération des distributeurs par des rétrocessions des sociétés de gestion sur le montant des frais annuels est une pratique très répandue pour l'ensemble des produits financiers. Ainsi, ce mode de rémunération a été appliqué aux FCPI, les FIP ainsi qu'aux holdings lors de leur création.

## Rapport

La comparaison des différents types de produits met toutefois en évidence **le niveau élevé de la rémunération annuelle des distributeurs sur ces produits par rapport aux autres produits financiers destinés aux particuliers**. La mission a estimé le taux de rémunération annuel des distributeurs sur les FIP, les FCPI et les holdings ISF à environ 1,2 % contre 0,9 % pour les fonds actions et 0,4 % pour les assurances vie multi-support par exemple. Sur la durée de vie du produit, le montant des rétrocessions annuelles représente ainsi environ 10 % de l'investissement initial.

**Graphique 2 : Estimation comparée des taux de rétrocession sur frais de gestion pour un montant d'investissement comparable dans différents types de produits financiers**



*Source : Mission – niveaux estimés, au regard des études citées dans la présente sous-partie – le taux de rétrocession sur les contrats d'assurance-vie a été estimé à 50 %.*

**La pratique des rétrocessions est encadrée.** En effet, il résulte des dispositions de la directive MIF<sup>15</sup>, transposées à l'article 314-76 du règlement général de l'AMF<sup>16</sup> ainsi que dans le règlement des conseillers en investissement financier (CIF), que pour être autorisées, les rétrocessions des commissions de gestion versées par les producteurs aux distributeurs doivent remplir trois conditions :

<sup>15</sup>Article 26 de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers dite directive « MIF » transposé à l'article 314-76 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

<sup>16</sup> Article 314-76 : « Le prestataire de services d'investissement est considéré comme agissant d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux les intérêts d'un client lorsque, en liaison avec la prestation d'un service d'investissement ou d'un service connexe à ce client, il verse ou perçoit une rémunération ou une commission ou fournit ou reçoit un avantage non monétaire suivant :

1° Une rémunération, une commission ou un avantage non monétaire versé ou fourni au client ou par celui-ci, ou à une personne au nom du client ou par celle-ci ;

2° Une rémunération, une commission ou un avantage non monétaire versé ou fourni à un tiers ou par celui-ci, ou à une personne agissant au nom de ce tiers ou par celle-ci, lorsque les conditions suivantes sont réunies :

a) Le client est clairement informé de l'existence, de la nature et du montant de la rémunération, de la commission ou de l'avantage ou, lorsque ce montant ne peut être établi, de son mode de calcul. Cette information est fournie de manière complète, exacte et compréhensible avant que le service d'investissement ou connexe concerné ne soit fourni. Le prestataire de services d'investissement peut divulguer les conditions principales des accords en matière de rémunérations, de commissions et d'avantages non monétaires sous une forme résumée, sous réserve qu'il s'engage à fournir des précisions supplémentaires à la demande du client et qu'il respecte cet engagement ;

b) Le paiement de la rémunération ou de la commission, ou l'octroi de l'avantage non monétaire, a pour objet d'améliorer la qualité du service fourni au client et ne doit pas nuire au respect de l'obligation du prestataire de services d'investissement d'agir au mieux des intérêts du client ;

## Rapport

- ◆ l'amélioration de la qualité du service rendu au client ;
- ◆ l'absence de conflit d'intérêt avec le client ;
- ◆ l'information du client de l'existence et du montant de la rétrocession.

**Or, les montants investis dans les FIP, FCPI et les holdings ISF PME présentent la spécificité d'être bloqués pour une période minimale de cinq ans<sup>17</sup>, dans les faits couramment entre huit et dix ans, sans possibilités d'arbitrages sur cette période. Ce dernier point les distingue donc d'autres instruments bénéficiant également d'une fiscalité favorable (exemples : SICAV, plans d'épargne en actions (PEA) ou produits d'assurance-vie multi-supports) pour lesquels le souscripteur est susceptible de demander des modifications en cours de vie du produit et qui génère une prestation de conseil complémentaire de la part du distributeur. Ainsi, la condition d'amélioration du service fourni, si elle est totalement réalisée concernant les droits d'entrée, ne l'est pas pour les rétrocessions sur frais de gestion.**

**Par ailleurs, l'hypothèse selon laquelle les rétrocessions constitueraient une forme d'étalement dans le temps du paiement de la prestation initiale ne peut être retenue.** En effet, les droits d'entrée et les rétrocessions sont encadrés par deux régimes différents, les droits d'entrée relevant de l'article 26-a de la directive d'application de la MIF (article 314-76 1° du RGAMF), et les rétrocessions sur frais de gestion de l'article 26-b (article 314-76 2° du RGAMF) de cette même directive. Par ailleurs, ces deux rémunérations sont de nature et d'origine différentes, puisque les frais d'entrée sont payés dans la très grande majorité des cas directement par le client, alors que les rétrocessions sur frais de gestion sont versées par la société de gestion.

**L'inadaptation de ce mode de rémunération** pour ces produits peut être illustrée par le graphique ci-dessous qui met en évidence pour l'ensemble des produits, à l'exception des FIP, des FCPI et des parts de holdings ISF PME, une relation croissante entre le niveau de frais annuel et l'intensité potentielle de l'activité de conseil.

---

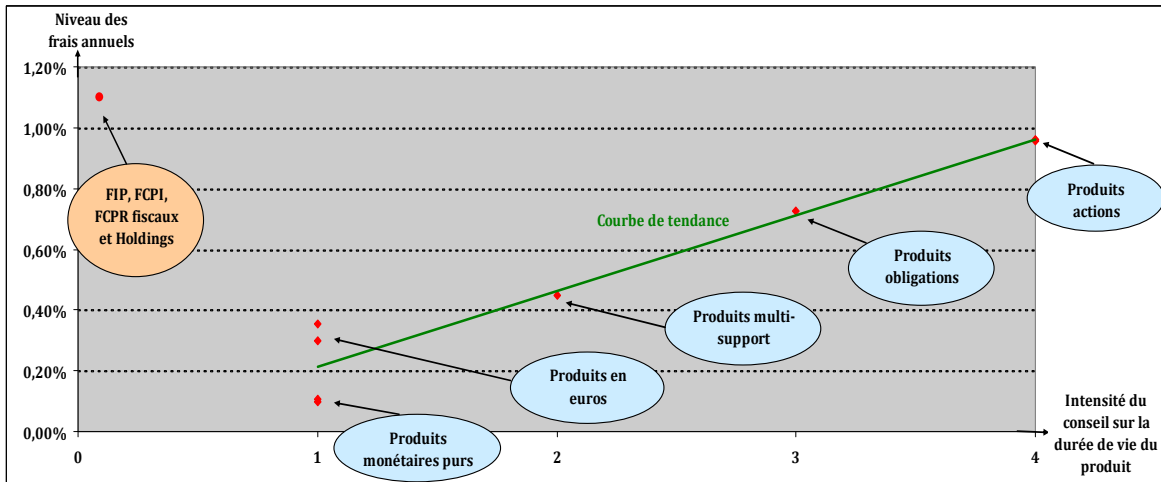
3° Des rémunérations appropriées qui permettent la prestation de services d'investissement ou sont nécessaires à cette prestation, telles que les droits de garde, les commissions de change et de règlement, les droits dus aux régulateurs et les frais de procédure et qui, de par leur nature, ne peuvent occasionner de conflit avec l'obligation qui incombe au prestataire de services d'investissement d'agir envers ses clients d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui serve au mieux leurs intérêts. »

<sup>17</sup> Article 885-0 V bis, II.1. et III,1 a du CGI pour l'avantage ISF, et 199 terdecies-0 A. IV du même code pour l'avantage impôt sur le revenu.



## Rapport

**Graphique 3 : Intensité potentielle du conseil en investissement et niveau de la rémunération du distributeur**



*Source : Mission.*

**La nature même des produits plaide donc, sur le plan économique comme sur le plan juridique, en faveur de l'interdiction de la pratique des rétrocessions annuelles aux distributeurs.**

### 3. La mission a instruit différentes options visant à mieux réguler les frais prélevés

#### 3.1. Les solutions visant à encadrer le montant des frais et des commissions seraient d'une efficacité limitée et présenteraient de nombreux inconvénients

La mission a examiné les solutions visant à encadrer le niveau des frais et des commissions. Le plafonnement pourrait porter sur l'ensemble des frais ou bien uniquement sur les frais de distribution.

Deux options sont *a priori* envisageables :

- ◆ **une approche normative**

Ce scénario s'inscrit dans le cadre de la proposition de loi adoptée au Sénat le 29 juin 2009 prévoyant le plafonnement des frais et commissions. Le ministre en charge de l'économie, ou bien l'AMF, serait chargé de définir un niveau maximum de frais et commissions pouvant être prélevés. Les produits ne pourraient recevoir l'agrément du régulateur qu'à la condition de prévoir un taux annuel de frais moyen strictement inférieur au plafond défini.

- ◆ **une approche incitative**

Dans le cadre d'une recommandation, le régulateur définirait, après consultation de la profession, un niveau de frais indicatif. Ce plafond ne s'imposerait pas aux sociétés de gestion et aux holdings mais celles qui envisageraient de prélever un niveau de frais supérieur devraient en expliquer les raisons dans la notice (mécanisme dit du « *comply or explain* »).

**Dans les deux cas, la solution du plafonnement, impératif ou incitatif, présente de nombreux inconvénients :**

- ◆ comme toute mesure d'administration de prix, elle incite l'ensemble des acteurs à aligner leur niveau de frais sur le plafond. Cette disposition serait un **obstacle supplémentaire au développement de la concurrence par les prix dans ce secteur** ;
- ◆ elle présente un **risque de contournement élevé** par le développement de prestations de services facturées aux PME directement ou bien par l'intermédiaire de sociétés liées ;
- ◆ elle soulève **des difficultés de mise en œuvre importantes** (détermination du niveau du plafond, mode d'actualisation, répartition éventuelle de la marge entre sociétés de gestion et distributeurs, modalités de contrôle, etc.).

#### 3.2. Le mode de rémunération des sociétés de gestion pourrait être davantage lié à leur performance

**L'alignement des intérêts de la société de gestion et de l'investisseur n'est que partiel.** En effet, dans un scénario de moins value, la rémunération de la société de gestion est garantie avec le calcul des frais récurrents sur le montant des souscriptions. En revanche, en cas de plus value, les gestionnaires sont intéressés aux résultats avec la pratique du *carried interest*.

**Il pourrait être alors envisagé, en contrepartie du *carried interest*, d'imposer l'utilisation du plus petit montant entre la valeur de la souscription et l'actif net pour calculer le montant des frais de gestion récurrents.** Le changement éventuel de base de calcul des frais aurait lieu à partir de la cinquième année car il est fréquent que les premières années la valeur de l'actif diminue alors que c'est le moment où la société de gestion engage les coûts les plus importants. Ainsi, les sociétés de gestion qui ne parviendraient pas au bout de cette période à offrir un rendement positif aux investisseurs verraient leur rémunération décroître. A titre illustratif, dans le scénario de rendement pessimiste, le montant total des frais sur les huit ans serait inférieur de 35 % à celui qui serait prélevé sans modification de l'assiette des frais. **Seules les sociétés de gestion les moins performantes verraient leur rémunération diminuer.**

### 3.3. Plusieurs dispositions sont envisageables pour accroître la transparence des frais

Les dispositions qui portent sur la transparence et la comparabilité des frais ont un impact moins important et plus indirect sur le niveau de frais de gestion. Elles sont néanmoins nécessaires pour garantir une information la plus complète possible des investisseurs et permettre à ces derniers de mettre davantage les produits en concurrence.

#### 3.3.1. Aligner les obligations d'information des sociétés holdings faisant appel public à l'épargne sur celles des FCPR

Compte tenu de la proximité des produits, il paraît nécessaire que les souscripteurs des holdings puissent bénéficier au moins du même niveau de transparence que ceux des fonds.

Les holdings faisant appel public à l'épargne pourraient ainsi avoir l'obligation de publier, à côté de leur prospectus d'émission, une notice d'information reprenant la même structure que celle des FCPR. Cette notice serait également visée par l'AMF.

Toutefois, à la différence des fonds, une partie de la rémunération des holdings repose sur les prélèvements sur les PME. Ce mode de rémunération soulève des difficultés en termes de transparence sur les frais effectivement prélevés et sur la comparabilité entre holdings mais aussi avec les fonds. Deux options sont alors envisageables :

- ◆ interdire ce mode de rémunération en limitant l'avantage fiscal aux seules holdings dites « passives » dont l'activité est strictement limitée à la détention des titres. Cela aurait toutefois pour effet de bouleverser très largement ce secteur ;
- ◆ prévoir dans les notices des holdings une ligne indiquant le montant maximum des frais qui pourra être prélevé sur les PME.

#### 3.3.2. Renforcer la lisibilité et la comparabilité des frais

La mission propose plusieurs mesures pour renforcer la transparence des frais prélevés par les fonds et les holdings et favoriser leur comparabilité :

- ◆ **Présenter de manière plus claire et plus transparente le *carried interest* dans les notices**

Le *carried interest* pourrait être inclus dans le tableau de synthèse relatif aux frais et commissions. L'investisseur disposerait alors d'une vision complète de l'ensemble des frais qui pourront être prélevés pendant la durée de détention du produit.

- ◆ **Inclure dans les notices un taux moyen annuel de frais associé à un exemple numérique**

Les notices des fonds ainsi que celles des holdings faisant offre au public présenteraient un indicateur synthétique des frais prélevés sur la durée de blocage « fiscal » ainsi que sur la durée de détention recommandée par la société de gestion. Le taux de frais annuel moyen (TFAM) indiquerait le montant maximum des frais récurrents et non récurrents hors *carried interest*, qui continuerait à être présenté séparément car il n'est pas systématique et dépend du rendement du produit. Ce taux serait calculé selon une méthode harmonisée par l'AMF qui pourrait s'appuyer sur celle retenue par la mission pour apprécier le montant des frais prélevés.

Pour les holdings, le TFAM devrait inclure le montant des prélèvements envisagés sur les PME tel qu'indiqué dans la notice.

Les notices pourraient également être complétées avec un exemple numérique. Il s'agirait d'indiquer le montant de capital restitué à la sortie et le montant des frais prélevés au cours de la vie du fonds à partir d'un exemple d'investissement en fonction de scénarios de rendement. Cet outil est proposé dans de nombreux pays. Aux États-Unis, le document d'information à destination des investisseurs comporte un exemple des frais qui seront prélevés par le fonds sur une période d'investissement de 1 an, 3 ans, 5 ans et 10 ans à partir d'une hypothèse d'investissement de 10 000 \$ et d'une hypothèse de rendement du fonds de 5 % par an.

- ◆ **Créer un comparateur de frais sur le site internet de l'AMF**

A l'image de ce qui se pratique déjà dans un certain nombre de pays (États-Unis, Portugal, Australie, Royaume-Uni, etc.), il pourrait être envisagé de doter le site internet de l'AMF d'un comparateur de frais. Ce comparateur permettrait au souscripteur de calculer le montant des frais prélevés et le montant de capital restitué pour chacun des produits visés par l'AMF. Le souscripteur entrerait lui-même les hypothèses du modèle (le montant de son investissement initial, le taux de rendement annuel du fonds ou de la holding à partir duquel il souhaite simuler l'évolution des frais et de l'actif, la durée de son investissement). Une fois ces hypothèses renseignées, le souscripteur obtiendrait un résumé des informations clés sur le montant maximum des frais prélevés et le capital restitué à la liquidation en fonction des scénarios de rendement.

Cette transparence accrue sur les seuls produits FCPR et holdings ISF PME pourrait avoir pour conséquence de détourner les investisseurs vers d'autres produits pour lesquels les exigences de transparence sont moins grandes. Toutefois, ce risque est limité en raison de la puissance de l'avantage fiscal. Par ailleurs, il pourrait aussi être envisagé d'étendre ces mesures, et en particulier l'utilisation du comparateur, aux autres produits placés auprès des particuliers.

### **3.4. En application des dispositions de la directive MIF et du règlement général de l'AMF, les rétrocessions annuelles aux distributeurs devraient être interdites**

Le montant élevé des frais sur ces produits s'expliquent notamment par les rétrocessions annuelles aux distributeurs que la mission estime non conformes aux dispositions réglementaires transposant la directive MIF.

## Rapport

Deux options sont envisageables pour mieux réguler ces pratiques :

### ◆ **Application du règlement et sanction des pratiques non conformes**

L'AMF pourrait rappeler aux professionnels l'interdiction des rétrocessions aux distributeurs en application de l'article 314-76 et sanctionner ceux qui continueraient à les pratiquer. Cette option soulève toutefois deux difficultés :

- l'AMF n'a jusqu'à présent pas informé la profession de l'incompatibilité avec le cadre réglementaire de ce mode de rémunération pour ces produits. L'interdiction représente donc un bouleversement important et il serait délicat de sanctionner des pratiques qui étaient admises jusque là ;
- cela pourrait introduire une incertitude sur l'application de ces dispositions pour les autres produits. Une concertation au niveau européen a en effet été lancée dans le cadre du comité européen des régulateurs (CESR) qui devrait aboutir à la publication de recommandations d'ici la fin de l'année 2009.

### ◆ **Prévoir l'interdiction des rétrocessions aux distributeurs pour les FIP, les FCPI, les FCPR fiscaux et les holdings ISF PME dans le code monétaire et financier**

Cette option permettrait à la fois d'éviter les problèmes liés aux sanctions des pratiques antérieures et de bien délimiter l'interdiction des rétrocessions aux FIP, FCPI, FCPR fiscaux et aux actions de holdings ISF-PME. Cette proposition permettrait de viser uniquement les produits spécifiques qui n'ont pas leur équivalent en Europe sans préempter pour autant les conclusions de la consultation au sein de CESR. Il est également à noter que le régulateur britannique (*Financial Services Authority*) a lancé en 2008 une consultation sur le passage d'un système de rémunération des distributeurs par rétrocessions à la facturation d'honoraires acquittés par l'investisseur qui pourrait être effectif dès 2012.

**Cette proposition s'inscrirait par ailleurs pleinement dans le plan stratégique de l'AMF** du 29 juin 2009 qui indique, parmi les priorités, « le développement de nouveaux outils de surveillance et de contrôle de la chaîne de la commercialisation des produits financiers de la compétence de l'AMF. [...] Il s'agit de détecter le plus en amont les dysfonctionnements éventuels de la chaîne de commercialisation des produits financiers tant dans les sociétés de gestion que dans les grands réseaux bancaires ou chez les conseillers en investissements financiers ».

**Enfin, le risque que les distributeurs décident de ne plus référencer ces produits paraît peu crédible.** Compte tenu de la puissance de l'avantage fiscal et de l'absence de produits substituables, les distributeurs continueront à proposer ces produits pour satisfaire la demande d'une clientèle à la recherche de défiscalisation. Toutefois, cette disposition pourrait renforcer la tendance déjà constatée au sein des grands réseaux (banques et assurances) de ne placer que les produits de leur société de gestion. L'existence de réseaux de distribution concurrents, comme les conseillers en gestion de patrimoine, et la montée en puissance des courtiers en ligne, sont de nature à limiter ce risque.

## 4. Synthèse des propositions

Le tableau ci-après indique, pour chacune des propositions examinées par la mission, les conditions de mise en œuvre (véhicule et délai), l'impact attendu et ainsi que sa faisabilité.

## Rapport

**Tableau 5 : Synthèse des propositions**

Mesures	Modalités	Calendrier	Impact	Faisabilité
<b>Plafonnement du montant des frais et des commissions</b>	Disposition législative et arrêté ministériel (ou instruction AMF)	2011	<b>Moyen</b> : risques de contournement et d'alignement sur le plafond	<b>Faible</b> : risque juridique, difficultés liées au ciblage de cette mesure sur cette classe d'actifs, difficultés de définition du plafond et d'actualisation
<b>Recommandation de l'AMF sur le niveau des frais et instauration d'un mécanisme « <i>comply or explain</i> »</b>	Disposition législative et instruction AMF	2011	<b>Faible</b> : aucune garantie du respect de la recommandation, risques de contournement et d'alignement sur le plafond	<b>Faible</b> : difficultés liées au ciblage de cette mesure sur cette classe d'actifs, difficultés de définition du plafond et d'actualisation
<b>Instauration d'un mode de rémunération des sociétés de gestion davantage lié à leurs performances</b>	Modification de l'instruction AMF	2010	<b>Fort</b> : baisse des frais en cas de baisse de la valeur de l'actif et incitation à la performance	<b>Forte</b> : certains fonds le pratiquent déjà
<b>Alignement des obligations d'information des sociétés holdings faisant appel public à l'épargne sur celles des fonds</b>	Disposition législative et instruction AMF	2011	<b>Moyen</b> : pour le souscripteur de parts de holdings gains en termes de lisibilité et de comparabilité des frais	<b>Forte</b> : transposition, avec aménagement, du cadre réglementaire des fonds
<b>Ajout dans les notices d'un taux moyen annuel de frais accompagné d'un exemple numérique</b>	Modification de l'instruction AMF	2010	<b>Fort</b> : gains en termes de transparence et de comparabilité, pression à la baisse sur les frais	<b>Forte</b> : modification de l'instruction
<b>Création d'un comparateur de frais sur le site internet de l'AMF</b>	Marché	2012	<b>Fort</b> : gains en termes de transparence et de comparabilité, pression à la baisse sur les frais	<b>Forte</b> : outil existant dans de nombreux pays, nécessité de prévoir des ressources
<b>Interdiction des rétrocessions aux distributeurs pour les FIP, les FCPI, les FCPR fiscaux et les holdings ISF PME</b>	Disposition législative	2010	<b>Fort</b> avec un impact direct sur le niveau des frais	<b>Moyen</b> : modification du mode de rémunération des distributeurs mais mesure limitée aux seuls FIP/FCPI et holdings

*Source : Mission.*

## Rapport

A Paris, le 30 octobre 2009

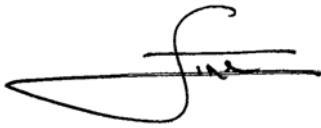
Les inspecteurs des finances



Thomas CAZENAVE



Mickaël OHIER

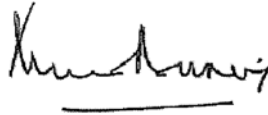


Alexandre SINÉ



Pierre-Emmanuel THIARD

Sous la supervision de  
l'inspecteur général des finances



Bruno DURIEUX

# **ANNEXES**



# LISTE DES ANNEXES

- ANNEXE 1 :** LETTRE DE MISSION
- ANNEXE 2 :** LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES OU CONTACTÉES PAR LA MISSION
- ANNEXE 3 :** LES PRODUITS FINANCIERS FAVORISANT L'INVESTISSEMENT DANS LES PME
- ANNEXE 4 :** LA TRANSPARENCE ET LA COMPARABILITÉ DES FRAIS PRÉLEVÉS PAR LES FONDS ET PAR LES HOLDINGS
- ANNEXE 5 :** LE NIVEAU DES FRAIS DE GESTION
- ANNEXE 6 :** LA DISTRIBUTION DES PARTS DE FONDS COMMUNS DE PLACEMENT ET DES ACTIONS DE HOLDINGS ISF-PME

## **ANNEXE I**

### **Lettre de mission**

## Annexe I



LE MINISTRE

Paris, le **25 JUIN 2009**

A

Monsieur le Chef de service de  
l'inspection générale des finances

Plusieurs dispositifs d'investissements intermédiés dans des sociétés non cotées permettent aux particuliers de bénéficier d'un avantage fiscal. Au titre de l'impôt sur le revenu ou de l'impôt de solidarité sur la fortune, sont notamment concernés les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), les fonds communs de placement à risque (FCPR) et les fonds d'investissement de proximité (FIP). L'exonération d'impôt de solidarité sur la fortune au bénéfice de holdings d'investissement en fonds propres pour les PME a également conduit à l'émergence d'une nouvelle offre de services de la part d'opérateurs financiers.

Les frais de gestion prélevés sur les investissements réalisés au travers de ces véhicules font l'objet de critiques récurrentes :

- par leur montant agrégé : sur la durée de vie des fonds, ils peuvent conduire les intermédiaires concernés à capter à leur profit une part significative de l'avantage fiscal, grevant ainsi l'efficacité du dispositif de soutien au financement des PME ou des entreprises innovantes par fonds propres ;
- par leur multiplicité : les frais prélevés peuvent ainsi prendre la forme de commissions de placement perçues par les réseaux bancaires, de frais de souscription initiaux, de frais de gestion récurrents, de frais de transaction ou encore de commissions de performance liées à la plus-value, ce qui rend difficiles les comparaisons et les analyses en rendement net du coût complet pour les investisseurs individuels, et ne contribue donc pas à une concurrence efficace.

Je souhaite en conséquence que l'inspection générale des finances mène une mission sur ce sujet.

La mission s'attachera à analyser les pratiques des fonds et holdings ouvrant à leurs souscripteurs le bénéfice d'un avantage fiscal, afin de vérifier que les frais de gestion facturés sont en adéquation avec les prestations fournies en contrepartie, sans effet d'éviction de l'avantage fiscal consenti. Afin d'évaluer cette adéquation, des comparaisons pourraient être réalisées avec les frais qui s'attachent à d'autres types d'instruments similaires, destinés par exemple à des investisseurs institutionnels, et avec les pratiques d'intermédiaires opérant sur des marchés étrangers.

Sur la base des constats qu'elle aura effectués, la mission pourrait examiner les conditions d'amélioration de l'efficacité de ce marché, notamment le renforcement de la transparence en matière de frais de gestion, propre à favoriser leur diminution sous l'effet d'une concurrence accrue. Les modalités d'un éventuel plafonnement des frais prélevés, qui est envisagé dans le cadre d'une proposition de loi en cours d'examen par le Parlement, seront plus particulièrement examinées.

  
MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE  
DE L'INDUSTRIE ET DE L'EMPLOI

139 rue de Bercy - Télédocus 144 - 75572 Paris cedex 12

## Annexe I

Dans le cadre de cette mission, il serait utile que l'inspection générale des finances puisse se rapprocher de l'Autorité des marchés financiers, qui dispose de nombreuses données sur la question des frais des FCPR, FIP et FCPI. Elle pourrait par ailleurs interroger les organisations professionnelles (Association française des investisseurs en capital, Association française de gestion financière et Fédération bancaire française).

La mission pourra également s'appuyer sur la direction générale du trésor et de la politique économique et la direction de la législation fiscale.

La mission me rendra compte de ses conclusions d'ici à fin octobre 2009.

merci !

  
Christine Lagarde

## **ANNEXE II**

### **Liste des personnes rencontrées ou contactées par la mission**

### **Commission des finances de l'Assemblée Nationale**

- Didier MIGAUD, président de la commission des finances
- Nicolas FORRISSIER, député

### **Commission des finances du Sénat**

- Jean ARTHUIS, président de la commission des finances

### **Cabinet du ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi**

- Arnaud PECKER, conseiller technique

### **Direction générale des finances publiques**

- Maïté GABET, chef du bureau CF3
- Manuelle MAHÉO, inspectrice principale des impôts, bureau CF3, section 1

### **Direction de la législation fiscale**

- Philippe-Emmanuel de BEER, sous-directeur, sous-direction C, fiscalité des personnes
- Stéphanie TESSON, inspectrice des impôts, sous-direction C, bureau C2, section 1

### **Direction générale du trésor et de la politique économique**

- Hervé de VILLEROCHÉ, chef du service de financement de l'économie
- Thomas BOISSON, adjoint au chef du bureau financement et développement des entreprises

### **Direction des affaires juridiques**

- Antoine de CHATEAU-THIERRY, chef de bureau
- Nathalie GAY SABOURDY, responsable juridique

### **Médiation du crédit**

- René RICOL, médiateur du crédit

### **Commission bancaire**

- Henry de GANAY, directeur des services et du secrétariat juridique
- Guillaume TABOURIN, directeur des affaires juridiques

## Autorité des marchés financiers (AMF)

- Jean-Pierre JOUYET, président
- Jacques DELMAS-MARSALET, membre du collège
- Benoît de JUVIGNY, secrétaire général adjoint en charge de la direction des émetteurs
- Guillaume ELIET, adjoint au chef du service des prestataires et produits d'épargne
- Fabrice PANSARD, responsable du département des études
- Laurent GRILLET-AUBERT, économiste au département des études
- Caroline PRADEAU, chargée de mission du service des prestataires et des produits d'épargne
- Xavier LUCAS, chargé de mission, direction de la régulation et des affaires internationales
- France VASSAUX, chargée de mission, service des prestataires et des produits d'épargne
- Julie MOROY, chargée de dossier, service des prestataires et des produits d'épargne
- Louis-François HONGRE, *manager* à la direction des émetteurs

## Représentants des sociétés d'investissement

- ◆ Association française de la gestion financière (AFG)
  - Pierre BOLLON, délégué général de l'association française de la gestion financière
  - Laure DELAHOUSSE, directrice, gestions spécialisées et épargne retraite
  - Marc RENARD, secrétaire général de *AGF Private Equity*
  - Thomas VALLI, statisticien
- ◆ Association française des investisseurs en capital (AFIC)
  - Jean-Louis de BERNARDY-SIGOYER, président et *partner d'Activa capital*
  - Hervé SCHRIKE, administrateur et président du directoire de *X-Ange*
  - François VERON, administrateur et président de *Newfund*
  - Jean-Yves DEMEUNYNCK, délégué général
  - Véronique de HEMMER GUDME, directrice des affaires juridiques et fiscales
- ◆ Fédération bancaire française (FBF)
  - Pierre de LAUZUN, directeur études et activités bancaires et financières
  - Jean TRICOU, banque d'investissement et de marché
- ◆ Croissance Plus
  - Antoine COLBOC, président de la commission création et financement et responsable de l'activité de capital-risque de *Crédit Agricole Private Equity*
  - Thierry SERGENT, président directeur général de *Expway*

## Représentants des holdings ISF PME

- ◆ Association nationale des holdings (ANH)
  - Emmanuel GAUDÉ, président de l'ANH et président de *Canopée Finance*
  - Alain TAIB, vice président de l'ANH

## Représentants des conseillers en investissements financiers (CIF)

- ◆ Chambre des indépendants du patrimoine (CIP)
  - Patrice PONMARET, président
  - Delphine SLANOSKI, délégué général
- ◆ Anacofi-CIF
  - David CHARLET, président

## Distributeurs et sociétés de gestion

- ◆ BNP Paribas
  - Baudoin PROT, directeur général de BNP Paribas
  - François PETIT-JEAN, responsable stratégie et développement BNP Paribas *Private Equity*
  - Claire ROBOREL DE CLIMENS, responsable adjoint offre alternative, BNP Paribas banque privée
- ◆ Arkea Crédit Mutuel
  - Jean-Pierre DENIS, Président
- ◆ AXA Private Equity
  - Jérémie DELECOURT, directeur
  - Amir SHARIFI, responsable développement et communication
- ◆ Société Générale
  - Patrick SUET, Secrétaire général
  - Jérôme CRAMPAGNE, *partner* de la division *Alternative investments*
- ◆ Groupe UFG
  - Patrick LISSAGUE, directeur général
- ◆ 123 Venture
  - Olivier GOY, président directeur général
- ◆ Entrepreneur Venture
  - Frédéric ZABLOCKI, associé
  - Bruno JACQUOT, associé
  - Patrick BUREL, directeur du développement
- ◆ Midi Capital
  - Rudy SECCO, président directeur général
- ◆ OTC management
  - Jean-Marc PALHON, directeur général
- ◆ Odysée Venture
  - Tristan NOEL, secrétaire général



## Annexe II

- ◆ Innoven Partners
  - Vanessa FOURDRAIN, responsable des relations souscripteurs
- ◆ Nestadio Capital
  - Florent de KERSAUSON, président directeur général
- ◆ ICSO
  - Renaud du LAC, président directeur général
- ◆ Wiseed
  - Thierry MERQUIOL, président directeur général
- ◆ Vatel Capital
  - Marc MENEAU, associé gérant
  - François GERBER, associé gérant
  - Antoine HERBINET, associé gérant
- ◆ Alto Invest
  - Antoine VALDES, président directeur général
- ◆ A Plus Finance
  - Guillaume de TROGOFF, directeur commercial

### Holdings ISF PME

- ◆ Audacia
  - Alexis DYEUVRE, associé gérant
  - Grégoire LESTANG, associé gérant
- ◆ Sun'R Invest
  - Antoine NOGIER, président
  - Ludwig MANGIN secrétaire général
- ◆ Holding Succès Europe
  - Candace JOHNSON, président directeur général
- ◆ Holding Cap ISF
- ◆ La Financière VIVERIS
- ◆ ISF Capital Développement 2015
- ◆ 123Holding ISF
  - Olivier GOY, président directeur général
- ◆ A Plus Holding ISF
- ◆ Holding Entreprise et Patrimoine
- ◆ ISF Croissance 2009
- ◆ ISF Développement PME
- ◆ ISF Cinéma 2009
  - Arnaud BERTRAND, administrateur

## Annexe II

### Plateformes de distribution

- ◆ Rothschild « R »
  - Philippe CHEVRIER, associé gérant de *Rothschild&Cie Gestion*
- ◆ 1818 partenaires
  - Sandrine BASTIDE-CALORI, directeur marketing
  - Yannick FOUILLET, directeur du développement
- ◆ Boursorama banque
  - Benoît GRISONI, directeur adjoint

### PME

- ◆ E02
  - Grégoire DETRAUX, directrice administratif et financier

## **ANNEXE III**

### **Les produits financiers favorisant l'investissement dans les PME**

# SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	ERREUR ! SIGNET NON DÉFINI.
<b>1 PLUSIEURS DISPOSITIFS ONT ÉTÉ CRÉÉS POUR STIMULER LE CAPITAL INVESTISSEMENT .....</b>	<b>2</b>
1.1 Différents instruments visent à faciliter l'intermédiation des acteurs du capital investissement.....	3
1.2 Les fonds levés par les véhicules du capital investissement se situent à un niveau élevé, au moins égal à 10 milliards par an depuis 2005. ....	5
1.3 Parmi ces instruments, les FCPI et les FIP ont été créés afin de soutenir les PME présentant des profils particuliers.....	7
1.3.1 <i>Les FIP et les FCPI sont des produits financiers spécialisés destinés au grand public</i> .....	7
1.3.2 <i>Le nombre de véhicules créés et les montants levés par les FCPI et les FIP ont connu une croissance forte jusque 2008</i> .....	8
<b>2 DEUX MESURES FISCALES VISENT À PROMOUVOIR CES PRODUITS AUPRÈS DES PARTICULIERS.....</b>	<b>10</b>
2.1 Le dispositif dit « Madelin » a introduit une réduction d'impôt sur le revenu qui a connu un fort succès .....	10
2.2 Le dispositif d'incitations fiscales a été renforcé en 2007 par la loi TEPA qui a créé un mécanisme supplémentaire de réduction d'impôt de solidarité sur la fortune ....	13
2.2.1 <i>La loi TEPA a instauré un mécanisme nouveau de réduction d'ISF</i> .....	13
2.2.2 <i>...qui vient compenser les risques importants présentés par les holdings et les fonds ouvrant droit à une réduction de l'ISF</i> .....	16
2.2.3 <i>Le dispositif TEPA de réduction d'ISF est particulièrement puissant et attractif, notamment pour les holdings ISF PME</i> .....	18
2.3 L'attractivité de la loi TEPA n'a cependant pas diminué l'impact du mécanisme de réduction d'impôt Madelin.....	21

### Annexe III

Le développement des PME représente pour la France un double enjeu.

D'une part, les PME sont la principale source de créations d'emplois sur le long terme en France<sup>1</sup>. Alors qu'elles représentaient, en 1985, 61 % de l'emploi salarié, les entreprises de moins de 500 salariés ont créé 85 % des emplois entre 1985 et 2000 (1,8 million sur 2,2 millions au total). D'autre part, elles contribuent fortement à la croissance par le processus de remplacement d'entreprises en place par de nouvelles entrantes, plus efficaces et porteuses d'innovations<sup>2</sup>.

Or, les PME françaises indépendantes souffrent d'un déficit de financement, en fonds propres notamment, qui constitue un obstacle majeur à leur développement<sup>3</sup>.

Les premières mesures en faveur des PME ont eu pour objectif de faciliter le développement du *public equity*<sup>4</sup>. La création du second marché en janvier 1983, puis la mise en place du Nouveau marché en 1996 constituent les premiers jalons d'une politique publique visant à remédier à ce déficit de financement. Le marché Alternext, qui a ouvert en 2005, et qui a succédé au Nouveau marché, vise ainsi précisément à offrir la possibilité aux PME d'accéder à la cotation de manière simplifiée<sup>5</sup>. Ouvert d'abord à Paris, puis à Bruxelles et Amsterdam, il compte aujourd'hui 110 sociétés cotées pour une capitalisation boursière de plus de 5 Mds d'euros.

Pour les PME, l'objectif poursuivi a été de favoriser les véhicules collectifs spécialement dévolus au financement des jeunes entreprises à fort potentiel de croissance, communément appelé « capital investissement ».

---

<sup>1</sup> Source : étude du CAE sur le financement des PME, 2008, page 12.

<sup>2</sup> Source : étude du CAE sur le financement des PME, 2008, page 12, citant l'étude Crépon et Duhautois de 2004 « Ralentissement de la productivité et réallocations d'emplois : deux régimes de croissance », *Économie et Statistique*, n°367.

<sup>3</sup> Source : étude du CAE sur le financement des PME, 2008, § 1.3.

<sup>4</sup> Le *public equity* désigne les titres qui ont fait l'objet de procédures de cotation publique sur un marché.

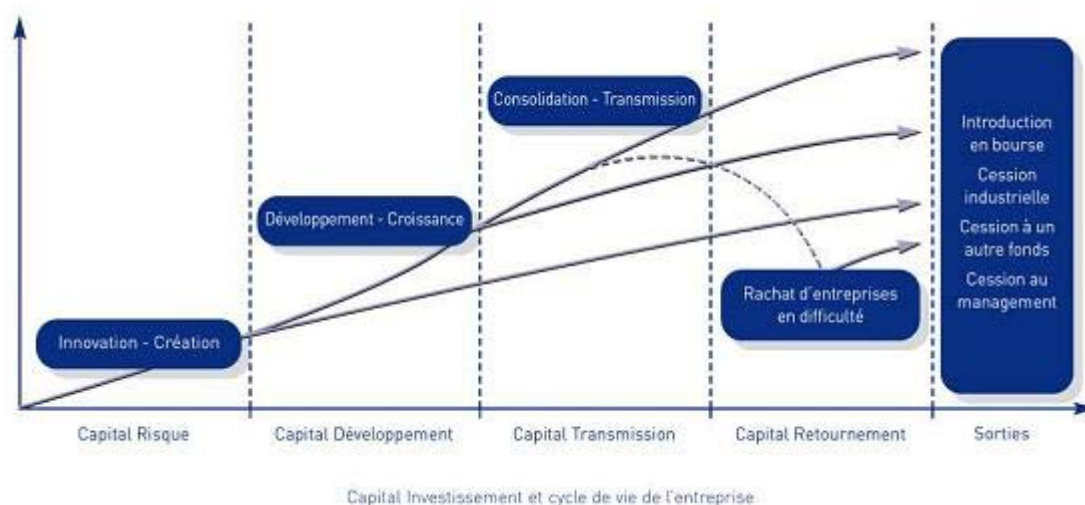
<sup>5</sup> Les contraintes pour l'introduction en bourse sur ce marché sont simplifiées, (historique de compte de deux ans seulement, référentiel comptable au choix). La cotation peut se faire après un placement au public de 2,5 millions d'euros ou après un simple placement privé auprès d'institutionnels de 5 millions d'euros.

## 1 Plusieurs dispositifs ont été créés pour stimuler le capital investissement

Le métier du capital investissement consiste à prendre des participations dans le capital de petites et moyennes entreprises non cotées. Cette prise de participation permet de financer leur démarrage, leur croissance, leur transmission, parfois leur redressement.

Ce métier s'exerce sur quatre segments : le capital risque, le capital développement, le capital transmission et le capital retournement.

**Graphique 1 : Capital investissement et cycle de vie des PME en croissance»**



*Source : Site internet AFIC – « Le capital investissement ».*

Au sein de l'industrie du capital investissement, le capital risque vise à financer des entreprises qui sont en phase de création ou de post-crédation, qui présentent souvent un caractère technologiquement innovant, un positionnement en début de cycle de vie d'un produit et une croissance rapide de leur marché. Ces entreprises se caractérisent par l'absence de revenus au cours des premiers mois et la faiblesse des actifs matériels sur cette même période.

La phase de développement débute quand le seuil de rentabilité est atteint et que les profits apparaissent. Des fonds doivent alors à nouveau être apportés, afin d'accroître la capacité de production, développer la force de vente, des produits nouveaux et augmenter le fonds de roulement.

Durant la phase de transmission, les investisseurs initiaux cèdent leurs titres, parfois dans le cadre d'un LBO<sup>6</sup> et réalisent, le cas échéant, une plus-value.

<sup>6</sup> *Leverage Buy Out*, défini par l'AFIC comme « l'achat d'une entreprise saine, financé partiellement par des emprunts, dans le cadre d'un schéma financier, juridique et fiscal spécifique où les dirigeants repreneurs sont associés en partenariat avec des investisseurs spécialisés en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme », guide pratique du LBO, AFIC 2003, page 6.

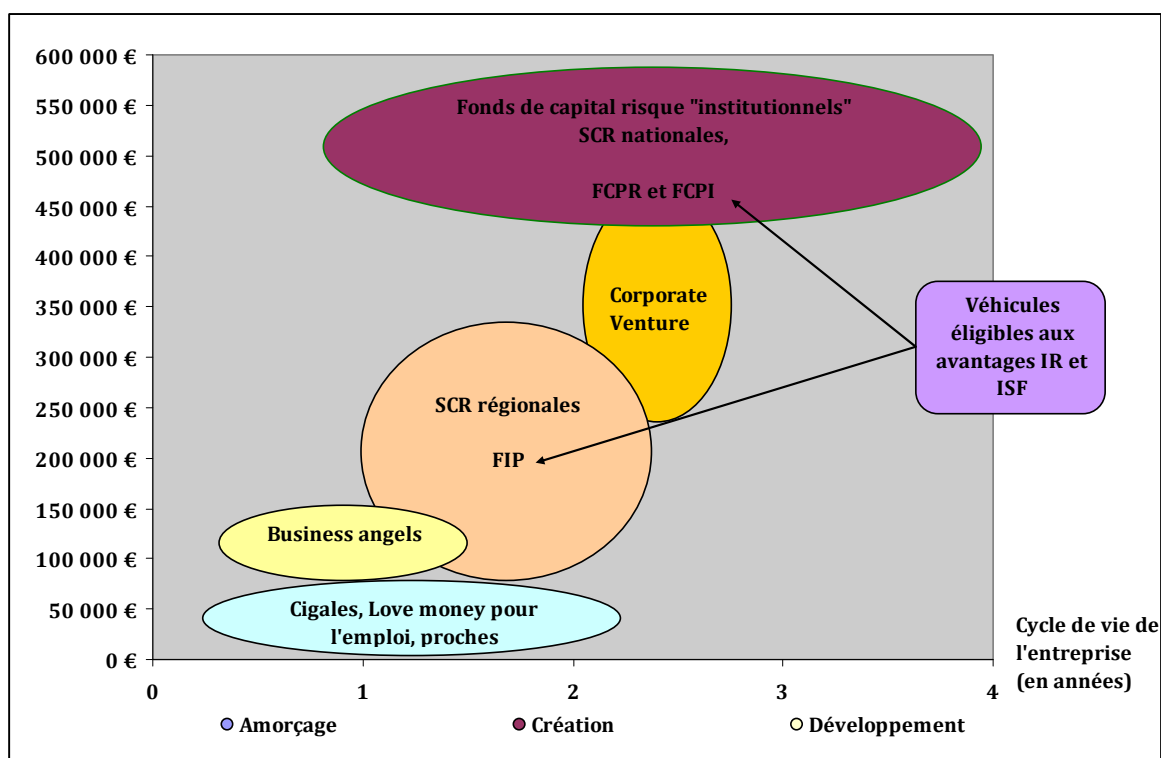
## 1.1 Différents instruments visent à faciliter l'intermédiation des acteurs du capital investissement

En France, la structure la plus ancienne est la société de capital-risque (SCR), société par actions créée en 1985. Le statut de SCR prévoit des avantages fiscaux (exonération de l'impôt sur les sociétés, régime de faveur des actionnaires, fluidité de la circulation des dividendes et plus-values...), qui se sont aujourd'hui banalisés avec la création des fonds communs de placement à risque (FCPR).

Ces fonds sont régis par la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988, qui transposait la directive européenne relative à certains OPCVM du 20 décembre 1985<sup>7</sup>. Cette loi a notamment institué comme principe de base la séparation des différents métiers intervenant dans le fonctionnement des OPCVM offerts au public<sup>8</sup>. Les FCPR sont plus souples que les SCR, car ils correspondent à des copropriétés d'instruments financiers et de dépôts, sans personnalité morale, qui ne sont pas imposables à l'impôt sur les sociétés, et dont les produits sont imposés entre les mains des porteurs lorsqu'ils sont distribués.

Le graphique 2 ci-dessous expose le type de véhicules utilisés dans le capital investissement lors des phases d'amorçage, de création et de développement des PME. Parmi eux, les fonds d'investissement de proximité (FIP), les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et les FCPR « fiscaux » permettent aux particuliers de bénéficier d'avantages fiscaux en matière d'impôt sur le revenu (IR) et/ou d'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) à l'entrée, sous la forme de réduction d'impôts.

**Graphique 2 : Présentation des véhicules du capital investissement, du capital risque au capital développement**



*Source : Eco-fiche sur le « Capital investissement cycle de vie des PME en croissance » - site internet de la CGPME, maj. juin 2009.*

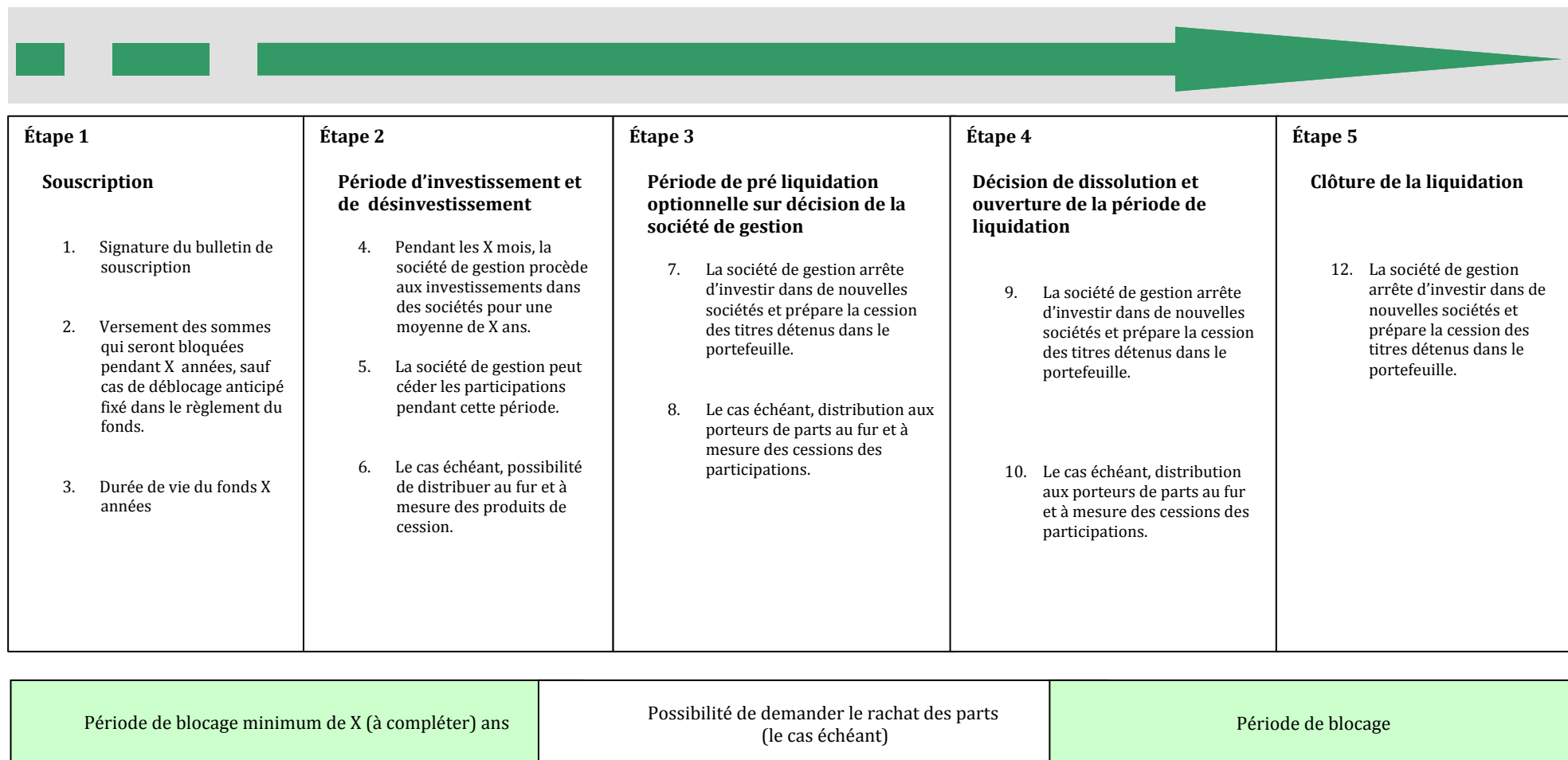
<sup>7</sup> Codifiés aux articles L. 214-1 et suivants du code monétaire et financier.

<sup>8</sup> La fiche technique n°1 expose les principales caractéristiques des différents intervenants dans le fonctionnement d'un FCPR.

## Annexe III

Le schéma qui suit présente le cycle de vie de ce type de produit financier.

**Encadré 1 : Cycle de vie d'un produit de type FCPR<sup>9</sup>**



<sup>9</sup> Instruction AMF du 4 juin 2009, mise en ligne le 15 juin 2009 sur son site internet.



## 1.2 Les fonds levés par les véhicules du capital investissement se situent à un niveau élevé, au moins égal à 10 milliards par an depuis 2005

Depuis 2005, le montant des fonds levés par les véhicules français de capital investissement a augmenté de 6,5 %, correspondant à un taux de croissance annuel moyen de 2,12 %. Pour la période récente, l'année 2008 a connu une très forte hausse des fonds levés par les véhicules de capital investissement (+27 %), après deux années de baisse significative en 2006 et 2007 (-14 % et -3 %).

**Tableau 1 : Évolution des levées de fonds et des investissements du capital investissement français**

En montant (millions d'€)	2005	2006	2007	2008	Taux de croissance annuel moyen	Évolution 2007/2008
Fonds levés	11 954	10 280	9 995	12 730	+2,12 %	27,36 %
Investissements	8 072	10 164	12 554	10 009	+7,43 %	-20,27 %
Dont capital-risque	481	536	677	758	+16,37 %	11,96 %
Dont capital-développement	895	1 057	1 310	1 653	+22,69 %	+26,18 %
Dont capital transmission / LBO	6 287	8 075	10 340	7 399	+5,58 %	-28,44 %
Dont capital retournement	59	95	84	99	+18,83 %	17,86 %
Dont autres	349	401	143	100	-34,07 %	-30,07 %

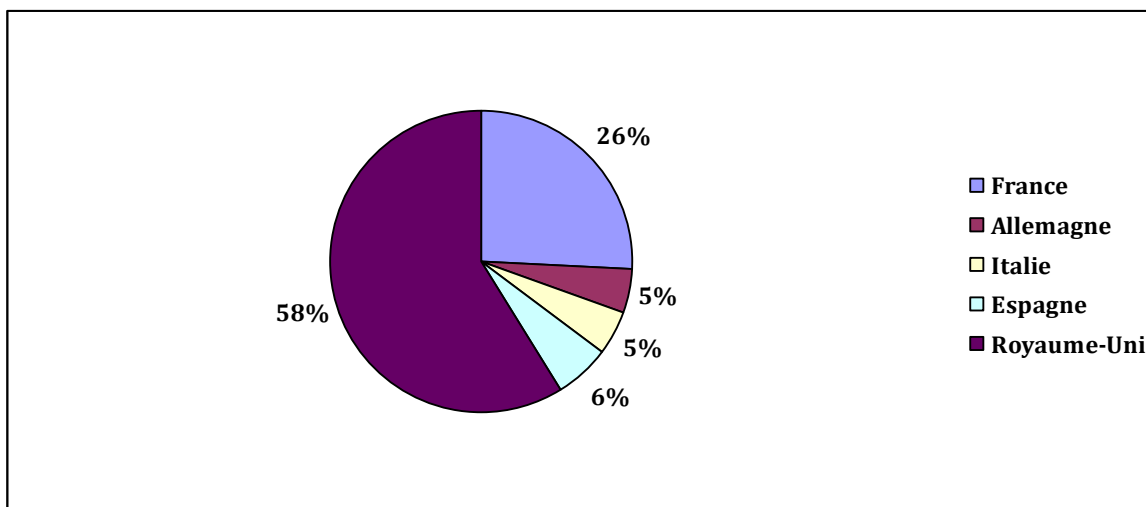
*Source : Étude AFIC<sup>10</sup> / Grant Thornton 2008 – concerne les acteurs français, membres de l'AFIC, investissant en France et à l'étranger.*

Au sein des principaux pays européens, la France se situe ainsi en seconde position, en termes de levées de fonds, derrière le Royaume-Uni, avec 12,7 Mds d'€ levés en 2008.

<sup>10</sup> Association française des investisseurs en capital.

### Annexe III

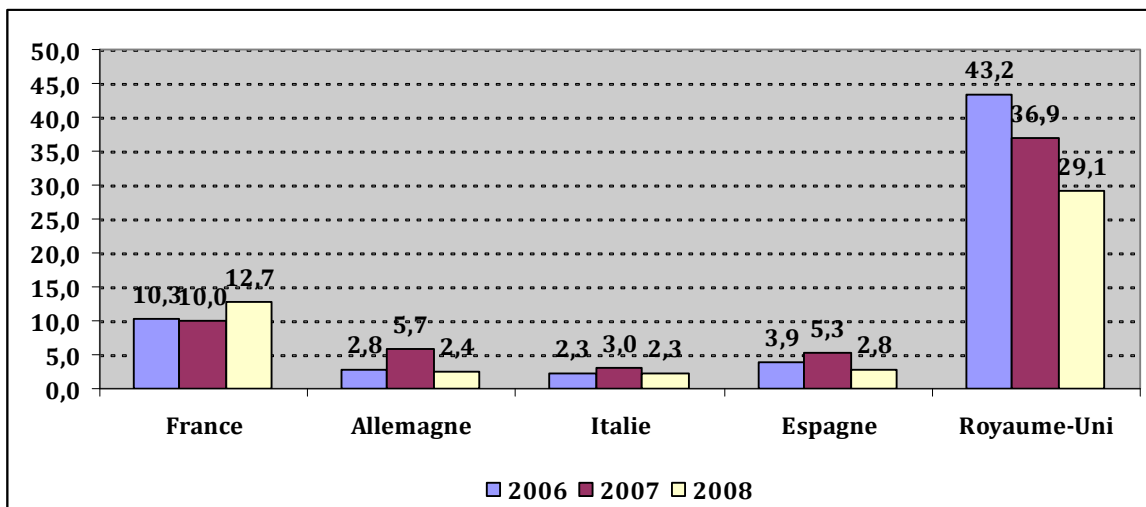
**Graphique 3 : Répartition au sein des principaux pays européens des levées de fonds du capital investissement en 2008**



Source : Étude Grant Thornton du 9 juin 2009 « Private Equity for 2008 in the Main Centres of Activity in Europe ».

Dans un contexte de crise du crédit, la levée de fonds du capital investissement dans les principaux pays européens a considérablement décliné entre 2007 et 2008. La France est un des seuls pays européens à avoir augmenté sa collecte de fonds entre 2007 et 2008 (+27,4 %).

**Graphique 4 : Évolution des levées de fonds du capital investissement (en M€)**



Source : Étude Grant Thornton du 9 juin 2009 « Private Equity for 2008 in the Main Centres of Activity in Europe ».

### 1.3 Parmi ces instruments, les FCPI et les FIP ont été créés afin de soutenir les PME présentant des profils particuliers<sup>11</sup>

#### 1.3.1 Les FIP et les FCPI sont des produits financiers spécialisés destinés au grand public

Au sein des FCPR<sup>12</sup>, il existe deux types particuliers de fonds, à destination des particuliers, dont la création répondait à une volonté de promouvoir l'investissement dans le capital de PME présentant des profils prédéfinis. Les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), ont ainsi été créés par la loi de finances pour 1997 afin de promouvoir le capital-risque et le capital développement technologique, alors que les fonds d'investissement de proximité (FIP), issus de la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 pour l'initiative économique, sont destinés à promouvoir le capital développement *via* l'essor des PME régionales.

- ◆ Les FCPI sont des FCPR dont l'actif est constitué, pour 60 % au moins, de titres de sociétés non cotées sur un marché organisé ou réglementé<sup>13</sup>, comptant moins de 2 000 salariés, créatrices de produits ou de procédés à caractère innovant.

Pour être qualifiée d'innovante, une entreprise doit réaliser un certain niveau de dépenses de recherche et développement ou bien doit obtenir la reconnaissance du caractère innovant de ses produits, procédés ou techniques par un établissement public compétent (pour la France, Oséo Innovation est l'établissement compétent).

- ◆ Les FIP sont des FCPR dont l'actif est constitué, pour 60 % au moins<sup>14</sup>, de titres de PME<sup>15</sup> régionales en développement, qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché d'instruments financiers organisé ou réglementé.

Le caractère régional des sociétés tient à leur établissement dans une zone géographique choisie par le fonds et limitée à au plus quatre régions limitrophes.

Le solde de l'actif des FCPI et des FIP, soit 40 % au maximum, est investi librement (placements monétaires, actions, obligataires) à charge cependant pour le fonds de diversifier le portefeuille, et de respecter certaines règles de dispersion des risques<sup>16</sup>.

Un FCPR type FCPI, FIP ou FCPR fiscal ne peut-être créé sans l'agrément préalable de l'AMF.

En 2008, 1,2 milliards d'€ ont été levés *via* des FIP et des FCPI soit 9,2 % des capitaux levés sur cette même année par les fonds de capital investissement.

Le volume nettement supérieur des fonds collectés par les FCPR s'explique principalement par le fait que ceux-ci s'adressent à des investisseurs institutionnels ou qualifiés qui disposent d'un montant de capitaux à investir bien supérieur à celui des souscripteurs des FIP et des FCPI, qui sont des produits d'épargne grand public plutôt réservés aux personnes physiques, car assortis d'avantage fiscaux à l'entrée.

---

<sup>11</sup> La fiche technique n°2 expose le régime juridique applicable aux FCPR, FIP et FCPI.

<sup>12</sup> Qui comprend également les FCIMT et les FCPE.

<sup>13</sup> Dont au moins 6 % dans des entreprises dont le capital est compris entre 100 000 € et 2 M€.

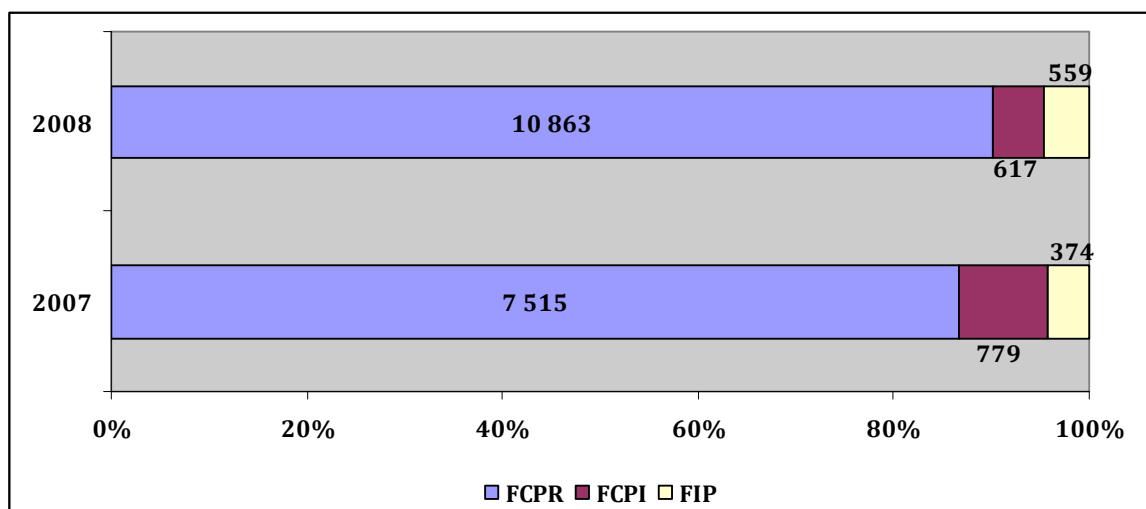
<sup>14</sup> Dont au moins 10 % dans des nouvelles entreprises exerçant leur activité depuis moins de 5 ans.

<sup>15</sup> PME au sens de l'annexe I du Règlement (CE) n°70/2001 de la Commission du 12 janvier 2001 concernant l'application des articles 87 et 88 du Traité CE aux aides d'Etat en faveur des petites et moyennes entreprises ; cf. b du 1 de l'article L. 214-41-1 du CMF.

<sup>16</sup> Les quatre ratios de division des risques applicables sont décrits respectivement aux articles R. 214-39 II du CMF pour les FCPR, R. 214-60 II du CMF pour les FCPI et R. 214-76 II du CMF pour les FIP, en des termes identiques.

## Annexe III

**Graphique 5 : Répartition des capitaux levés selon la forme juridique de la structure d'investissement en 2007 et 2008 (en M€)**



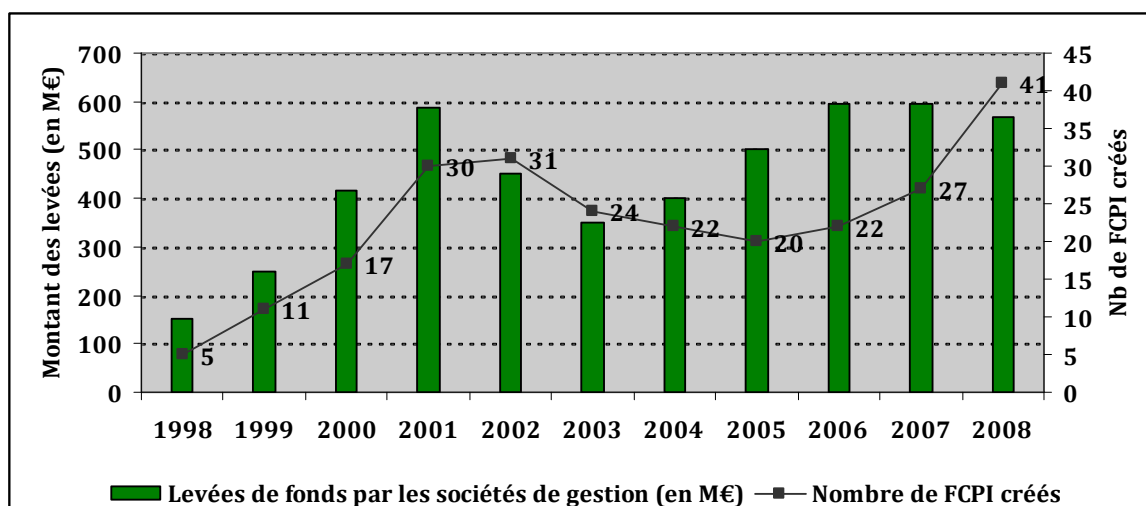
*Source : Étude AFIC / Grant Thornton 2008 – concerne les acteurs français, membres de l'AFIC, investissant en France et à l'étranger.*

### 1.3.2 Le nombre de véhicules créés et les montants levés par les FCPI et les FIP ont connu une croissance forte jusque 2008

Le nombre de FCPI créés, après avoir connu un pic important de 1999 à 2002 en passant de 11 à 31, a décliné régulièrement pour atteindre un volume de 28 FCPI créés en 2007. La loi TEPA (cf. § 2.2 ci-dessous) a favorisé un nouvel essor avec 41 véhicules créés en 2008.

Le montant levé par les FCPI a atteint 586 millions d'€ en 2001, puis décliné jusqu'à 351 millions d'€ en 2003 avant de connaître une nouvelle croissance pour atteindre 595 millions d'€ en 2007. En 2008, une légère baisse de la collecte a cependant été observée, malgré la création des FCPI ISF.

**Graphique 6 : Évolution de la population des FCPI et des montants levés par millésime sur la période 1997-2008**



*Source : « Activité d'investissement des FCPI dans les entreprises innovantes 1997 – 2007 » Étude AFIC – OSEO et Étude AFIC-AFG<sup>17</sup> du 12 février 2009.*

<sup>17</sup> Association française de gestion.

### Annexe III

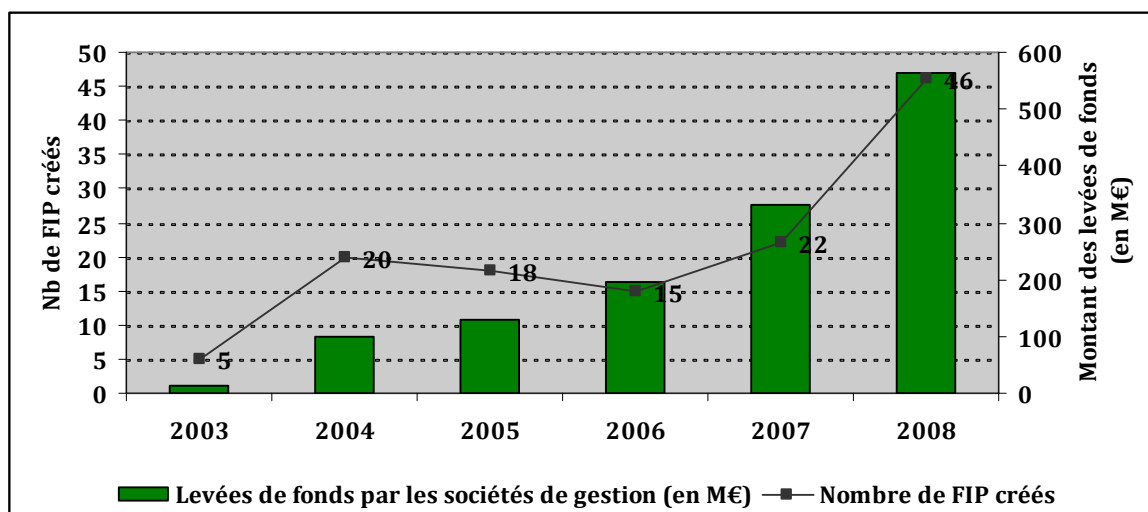
Les FIP ont connu, après 2003, un démarrage comparable à celui des FCPI en 1997 : le nombre de fonds créés par année a été multiplié par trois au bout de quatre ans et les montants levés par année ont été multipliés par 15 sur la même période (contre 6,5 pour les FCPI).

Avec la montée en puissance de l'avantage fiscal ISF PME de la loi TEPA (cf. § 2.2 ci-dessous), le nombre de FIP a considérablement crû (+109 %), de même que les montants de levée de capitaux (+69 %), entre 2007 et 2008.

Selon le rapport d'information sur l'impact des mesures législatives présenté par le député Yves Censi, portant sur les produits financiers, toutes les régions françaises sont couvertes par au moins un FIP à l'exception du Limousin. Les FIP seraient investis à hauteur de 46 % dans des sociétés en phase de transmission, à 40 % dans des sociétés en développement et à 7 % dans des sociétés en création.

Selon un rapport de l'AFG et de l'AFIC de juillet 2008, les FIP privilégient les investissements dans les régions Île-de-France, en Bourgogne et en Rhône-Alpes.

**Graphique 7 : Évolution de la population des FIP et des montants levés par millésime sur la période allant de 2003 à 2008**



*Source : Yves Censi, Rapport d'information sur l'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers, sur la base de données de l'AFIC, et étude AFIC-AFG du 12 février 2009.*

## 2 Deux mesures fiscales visent à promouvoir ces produits auprès des particuliers<sup>18</sup>

En 2008, le montant total de la dépense fiscale engagée pour promouvoir l'investissement dans les PME s'est élevé à 1 045 M€ (427 M€ pour la réduction d'impôt accordée en matière d'impôt sur le revenu, 618 M€ pour celle consentie en matière d'impôt de solidarité sur la fortune).

La part de cette dépense réalisée *via* l'investissement intermédié dans des FIP, FCPI ou FCPR fiscaux, ou indirect dans des holdings ISF PME, s'est élevé à 500 M€, soit 47,8 % du total.

**Tableau 2 : Montant de la dépense fiscale pour les investissements indirects et intermédiés en 2008**

Type de dépense fiscale	Montant (en M€)
Dépense fiscale impôt sur le revenu (IR)	242
Dépense fiscale impôt de solidarité sur la fortune (ISF)	258

*Source : DGFIP.*

### 2.1 Le dispositif dit « Madelin » a introduit une réduction d'impôt sur le revenu qui a connu un fort succès<sup>19</sup>

Afin d'orienter l'épargne des ménages vers le capital-risque, un dispositif limité dans le temps (dit « Madelin ») de réduction d'impôt sur le revenu<sup>20</sup>, accordée en contrepartie de la souscription directe ou indirecte (*via* une société holding), et en numéraire, au capital de PME non cotées sur un marché réglementé a été mis en place dès 1996, puis renouvelé en 2006, afin d'étendre le bénéfice de cette réduction aux versements effectués jusqu'au 31 décembre 2010.

En contrepartie d'un engagement de conservation des parts pendant cinq ans à compter de la souscription, l'investisseur bénéficie d'une réduction d'impôt de 25 % des versements effectués au cours d'une année civile, dans la limite de 12 000 € pour les contribuables célibataires, veufs ou divorcés, et de 24 000 € pour les contribuables mariés ou pacsés (s'ils sont soumis à une imposition commune).

Cette réduction d'impôt de 25 % est également applicable aux souscriptions de parts de FCPI.

Ce dispositif a été complété en 2003 par un mécanisme similaire<sup>21</sup>, destiné pour sa part à favoriser l'investissement dans les PME de territoires donnés *via* la souscription dans des parts de FIP.

<sup>18</sup> Le tableau joint en fiche technique n°3 expose les régimes fiscaux applicables aux fonds et aux holdings ISF PME, au regard des dispositifs Madelin et TEPA.

<sup>19</sup> La fiche technique n°4 expose les régimes fiscaux applicables aux fonds, au regard des dispositifs Madelin et TEPA.

<sup>20</sup> Article 199 terdecies-0 A. VI.1 du code général des impôts (CGI).

<sup>21</sup> L'article 199 terdecies-0 A. VI.bis du CGI relatif aux souscriptions en numéraires dans les FIP prévoit toutefois des conditions supplémentaires relatives aux porteurs de parts.

### Annexe III

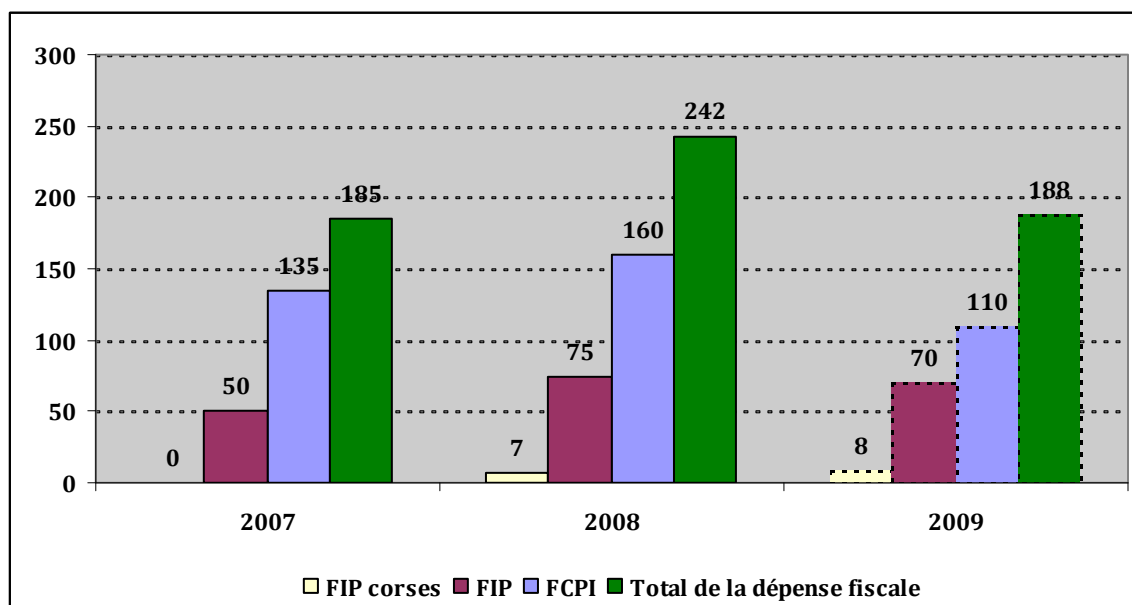
Par ailleurs, les FIP dont au moins 60 % de l'actif est investi dans des sociétés « *qui exercent leur activité exclusivement dans des établissements situés en Corse* »<sup>22</sup> ouvrent droit à une réduction d'impôt supérieure, fixée à 50 % des souscriptions dans les mêmes limites que ci-dessus.

La dépense fiscale liée à cette réduction d'IR a connu une croissance assez forte en 2008, tant pour les FCPI (+18,52 %), que pour les FIP (+60,00 %).

En revanche, les données existantes pour 2009, et les prévisions du projet de loi de finances pour 2010 font ressortir un net recul de la dépense fiscale associée aux FCPI (-31 %), et une stagnation des FIP.

Le recul des FCPI trouve très certainement son origine dans les faibles niveaux de rendement constatés sur ces produits depuis leur création, en 1997<sup>23</sup>. La stagnation de l'investissement dans les FIP s'explique quant à elle par les conséquences de la crise financière survenue en septembre 2008.

**Graphique 8 : Dépenses fiscales réalisées en matière d'impôt sur le revenu au titre de l'investissement dans les fonds (en M€)**



Source : PLF 2010 – Estimation pour 2009.

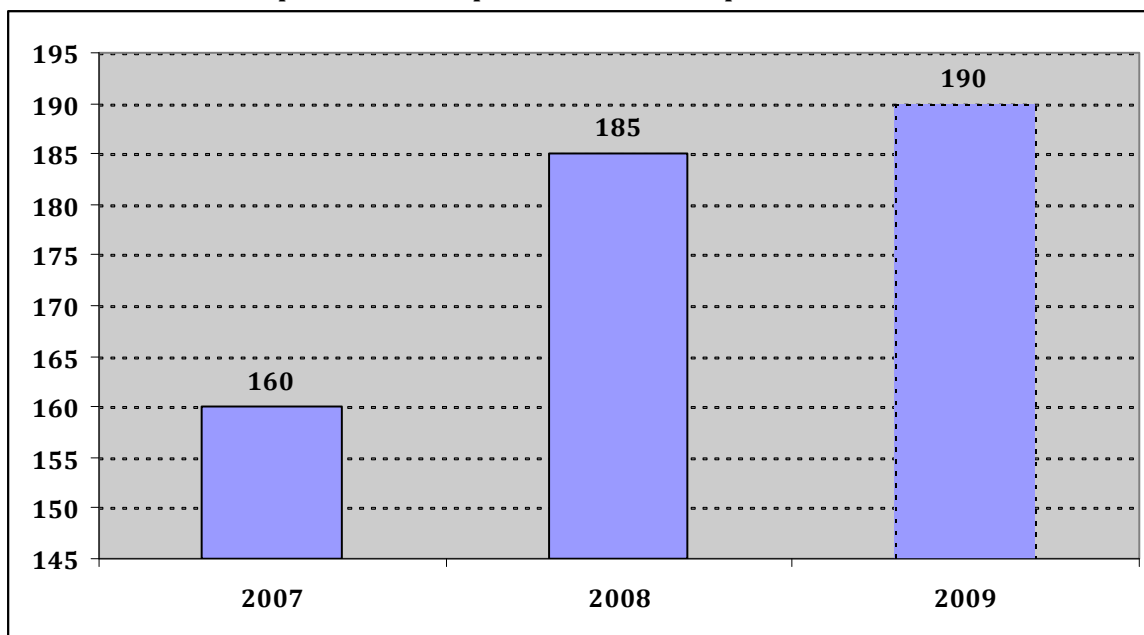
Pour les souscriptions directes, l'évolution de la dépense fiscale en matière d'impôt sur le revenu a connu une augmentation de 15,62 % entre 2007 et 2008, comparable à celle des fonds sur la même période. Il ne s'agit donc pas d'un transfert d'une partie de l'investissement direct sur l'investissement intermédié, mais bien d'une croissance globale de la dépense fiscale attachée à l'investissement dans les PME.

<sup>22</sup> Article 199 *terdecies*-0 A VI *ter* du CGI.

<sup>23</sup> Selon une étude Ernst & Young (intitulée « la performance du capital investissement français »), en 2007 le capital risque affichait une rentabilité un peu inférieure à zéro sur dix ans (à -0,5 %). Cette absence de rentabilité résulte de l'échec des investissements réalisés au moment de la bulle technologique.

### Annexe III

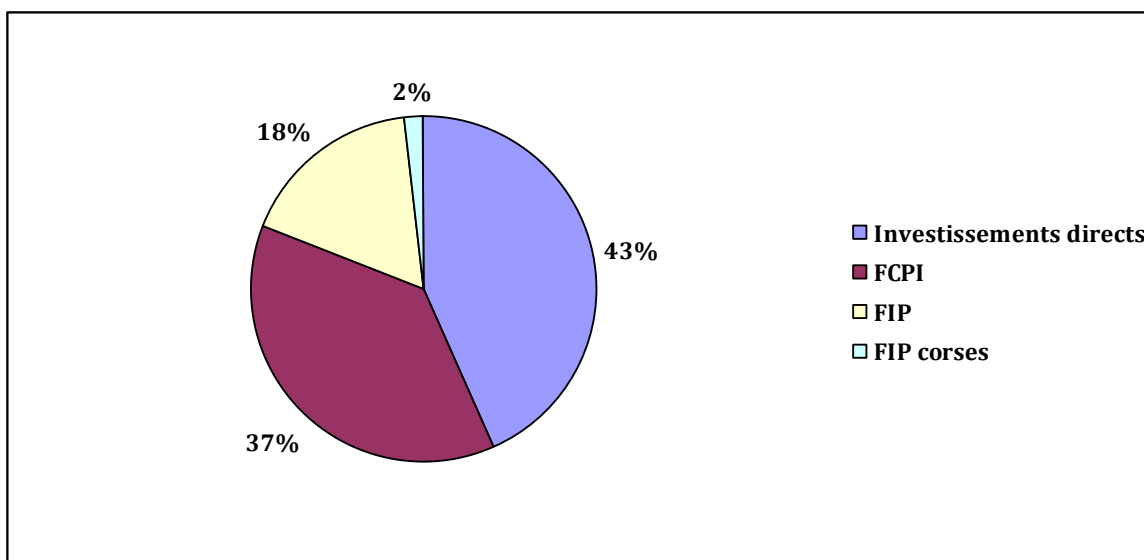
**Graphique 9 : Montant de la dépense fiscale relative à la réduction d'IR « Madelin » accordée pour les souscriptions directes au capital des PME**



Source : PLF 2010 – Estimation pour 2009.

Le graphique 10 ci-dessous met ainsi en évidence le fait que, dans le dispositif Madelin, les souscriptions directes représentaient encore en 2008 la première source d'investissement dans les PME, devant les fonds (43 %).

**Graphique 10 : Répartition des investissements ayant bénéficié de la réduction d'IR Madelin en 2008**



Source : PLF 2010.



## 2.2 Le dispositif d'incitations fiscales a été renforcé en 2007 par la loi TEPA qui a créé un mécanisme supplémentaire de réduction d'impôt de solidarité sur la fortune<sup>24</sup>

### 2.2.1 La loi TEPA a instauré un mécanisme nouveau de réduction d'ISF...

La loi pour l'initiative économique du 1<sup>er</sup> août 2003 avait déjà créé une mesure générale d'exonération d'ISF pour investissement dans une PME, mais cette mesure ne créait pas une réduction d'ISF comparable à celle qui a été instaurée par la loi TEPA. La réduction d'ISF de la loi TEPA s'inspire en fait plus directement du dispositif « Madelin » de réduction d'impôt sur le revenu exposé ci-dessus.

La loi du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (dite « loi TEPA ») comprend en effet une disposition qui vise à encourager l'investissement des personnes physiques dans les PME, à travers un mécanisme de réduction portant cette fois-ci sur l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF). Contrairement au dispositif Madelin, la loi TEPA n'a pas limité dans le temps les effets de cette nouvelle réduction d'impôt.

La loi TEPA prévoit trois modalités différentes d'investissement, au choix du particulier redevable de l'ISF : directe, indirecte (*via* une société holding), ou intermédié (*via* des FIP, FCPI ou FCPR dits « fiscaux »<sup>25</sup>), cette dernière modalité étant moins attractive au plan fiscal.

Comme pour la réduction d'IR Madelin, l'investissement direct représente dans le dispositif TEPA la principale source d'investissement dans les PME (58 % en 2009).

---

<sup>24</sup> La fiche technique n°5 expose les régimes fiscaux applicables aux holdings, au regard des dispositifs Madelin et TEPA.

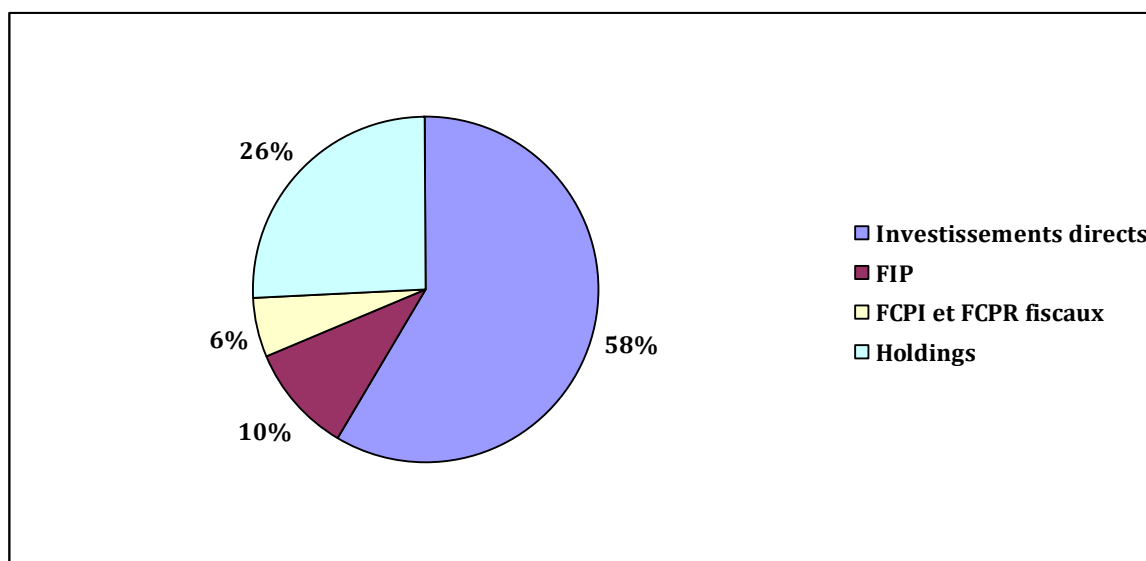
<sup>25</sup> Il s'agit des FCPR mentionnés aux articles L. 214-36 et 37 du code monétaire et financier (CMF), qui remplissent par ailleurs les ratios d'investissement spécifiques à l'avantage ISF.

Selon l'AFIC, en 2008 un seul véhicule de capital investissement a été créé sous la forme de FCPR fiscal, qui a permis de lever 7 M€, soit 1 % du total de la collecte de capitaux réalisée pour ce secteur d'activité.

Ceci s'explique vraisemblablement par le fait que la plupart des sociétés de gestion réservent ces fonds aux investisseurs institutionnels, avec un ticket d'entrée élevé, *in fine* peu adapté aux particuliers.

Par ailleurs, bien que le FCPR fiscal ne présente pas les contraintes des FIP (aucune contrainte d'ordre géographique) ou celles des FCPI (aucune contrainte sectorielle), il n'ouvre pas droit comme ces derniers à une réduction d'impôt sur le revenu. Enfin, le désintérêt constaté pour cet instrument trouve également son origine dans l'intérêt fiscal supérieur que propose le mécanisme des holdings ISF PME (une réduction de 75 % est octroyée, contre 50 % pour un FCPR fiscal) lorsque le nombre d'investisseurs est limité, pour des tickets moyens élevés, comme dans le cas des FCPR fiscaux.

**Graphique 11 : Répartition des investissements ayant bénéficié de la réduction d'ISF « TEPA » en 2009**



Source : DGFIP.

En choisissant le régime d'investissement direct, le redevable souscrit au capital d'une PME éligible au dispositif, parfois sa propre entreprise. Les redevables qui ne disposent pas de contacts avec des PME éligibles choisiront plutôt un des deux autres régimes d'investissement, *via* une structure interposée (la société holding) ou dans un fonds (FIP, FCPI ou FCPR fiscal) qui souscriront eux-mêmes au capital de sociétés éligibles.

Ce dispositif permet aux redevables de l'ISF qui le souhaitent d'imputer sur leur cotisation<sup>26</sup> :

- ◆ 75 % du montant des versements effectués au titre de la souscription directe ou indirecte (*via* une société holding) auprès de PME, dans la limite annuelle de 50 000 €<sup>27</sup> ;
- ◆ 50 % du montant des versements effectués au titre de la souscription de parts de FIP, dans la limite annuelle de 20 000 €. La loi de finances rectificative pour 2007 a étendu ce second mécanisme de réduction d'ISF aux souscriptions de parts de FCPI, et de FCPR fiscaux.

Le dispositif TEPA est donc bien plus attractif que le dispositif Madelin, dans lequel le montant de la réduction d'impôt ne peut pas dépasser 3 000 € pour un contribuable célibataire, veuf ou divorcé, et 6 000 € pour un couple marié ou pacsé.

<sup>26</sup> Et sous condition du respect d'un engagement de conservation des titres ou parts de fonds reçus jusqu'au 31 décembre de la cinquième année suivant celle de la souscription.

<sup>27</sup> Dans l'hypothèse où le même contribuable cumule différentes formes d'investissements défiscalisés (FCP, investissements directs dans des PME ou *via* des holdings, dons), il peut cumuler les avantages fiscaux dans la limite d'une réduction globale d'ISF de 50 000 € par an. Source : bulletin officiel des impôts 7S-3-08 du 11 avril 2008, § 224 et s.

### Annexe III

Il impose cependant des contraintes d'investissement plus restrictives aux fonds :

- ◆ les FCPR fiscaux, FIP ou FCPI dans lesquels le souscripteur investit doivent respecter, outre les ratios juridiques spécifiques<sup>28</sup> à ces types de fonds, des ratios relatifs à la composition du fonds, dits « ratios d'amorçage » : le fonds doit être composé à tout moment à hauteur de 20 % (pour les FIP) ou de 40 % (pour les FCPI et FCPR fiscaux) au moins de son actif de titres reçus en contrepartie de souscriptions au capital de PME de moins de cinq ans ;
- ◆ la réduction d'ISF ne s'applique qu'à concurrence de l'investissement réalisé dans des PME éligibles au regard des deux ratios visés ci-dessus<sup>29</sup>.

L'avantage fiscal accordé à l'investissement indirect par la loi TEPA, *via* une société holding, est bien plus fort que celui d'un investissement dans un fonds, puisque le taux de la réduction, et la limite annuelle de la réduction, sont plus élevés que dans l'investissement intermédié<sup>30</sup>.

Ainsi, dans l'exemple du Tableau 3 ci-dessous, le gain fiscal total (IR et ISF cumulés) sera 2,2 fois plus élevé pour un investissement réalisé *via* une holding que celui dans un fonds.

**Tableau 3 : Exemple de réduction d'ISF et d'IR pour un célibataire**

Montant de l'investissement	Véhicule	Réduction ISF	Réduction IR	Gain fiscal total
100 000 €	FIP ou FCPI	20 000 €	3 000 €	23 000 €
100 000 €	Holding ISF PME	50 000 €	0	50 000 €

*Source : Mission. Les investissements éligibles ont été fixés par convention à 70 % pour les fonds, 100 % pour la holding. Calcul effectué hors frais de souscription.*

Pour cela, la holding ISF PME doit, en tant que société interposée, présenter toutes les caractéristiques des PME éligibles<sup>31</sup>, à l'exception de celle tenant à leur activité. Elle est par ailleurs tenue de détenir au moins 90 % de son actif en titres de PME.

Une différence importante entre l'investissement indirect et l'investissement intermédié tient également au fait que les FCPI, FIP et FCPR fiscaux bénéficient d'un délai<sup>32</sup> plus long que celui des sociétés holdings<sup>33</sup> pour atteindre le quota de 20 % ou 40 % (entre 1 et 36 mois<sup>34</sup>).

---

<sup>28</sup> L'actif d'un FCPR doit être composé à 50 % de titres non cotés ou assimilés. Peuvent également figurer dans ce quota de 50 %, mais dans la limite de 20 % de l'actif du fonds, des titres cotés de faible capitalisation (inférieure à 150 millions d'€). L'autre moitié de l'actif est totalement libre. Cf. article L. 214-36 du CMF.

L'actif d'un FCPI est constitué pour 60 % au moins des mêmes titres que ceux des FCPR, sous deux réserves (caractère innovant des sociétés détenues, et possibilités pour les titres cotés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'€ de dépasser les 20 %, s'ils sont admis aux négociations sur des marchés autres que réglementés comme Alternext). Cf. article L. 214-41 du CMF.

L'actif d'un FIP est constitué pour 60 % au moins des mêmes titres que ceux des FCPR, qui par ailleurs exercent leur activité dans une zone géographique définie, répondant à la définition des PME, et n'ayant pas pour objet la détention de participations financières. Cf. article L. 214-41-1 du CMF.

<sup>29</sup> Concernant les FCPR fiscaux, les FCPI et les FIP, l'agrément de l'AMF ne signifie pas que l'investisseur bénéficiera automatiquement des différents dispositifs fiscaux présentés par la société de gestion. Cela dépend notamment du respect par ce produit des règles d'investissement exposées ci-dessus, de la durée pendant laquelle l'investisseur le détiendra, et de la situation individuelle de ce dernier.

<sup>30</sup> Il ne revient pas à l'AMF, lorsqu'elle vise le prospectus des holdings faisant une offre au public, de se prononcer sur la conformité du montage aux dispositions fiscales. Aussi, l'AMF a-t-elle demandé que soit insérée dans le prospectus l'opinion d'un fiscaliste qui se prononce au regard des textes fiscaux applicables. Toutefois, l'éligibilité du produit au dispositif de réduction fiscale peut être remise en cause par les services fiscaux en cas de non respect des règles d'investissement.

<sup>31</sup> Définies à l'article 885 0-V bis du CGI.

<sup>32</sup> Instruction fiscale 7S-3-08, § 143.

### 2.2.2 ...qui vient compenser les risques importants présentés par les holdings et les fonds ouvrant droit à une réduction de l'ISF<sup>35</sup>

Ces risques sont les suivants :

- ◆ risque de perte en capital ;

Les sociétés dans lesquelles les holdings ou les fonds investissent sont récentes, pour la plupart en phase de démarrage et dont les marchés et perspectives de développement sont souvent mal connus. Le risque de perte en capital qui en découle est donc élevé, par exemple, en cas de liquidation d'une ou plusieurs sociétés dans lesquelles la holding ou le fonds a investi.

- ◆ risque de liquidité ;

Ces produits se caractérisent par une faible liquidité à double titre :

- d'une part, en tant qu'actionnaire de holding ou porteurs de parts du fonds, l'investisseur ne bénéficie pas d'un marché secondaire organisé, c'est-à-dire qu'il doit trouver par lui-même un éventuel repreneur de ses actions ou de ses parts, s'il souhaite sortir du fonds avant la fin de sa durée de vie et ceci, sous réserve des conditions et modalités fixées dans le règlement du fonds ou les statuts de la holding ;
- d'autre part, la liquidité des entreprises cibles dans lesquelles sont investis ces produits est très faible. En effet, comme elles ne sont pas cotées sur un marché réglementé, leurs titres ne sont pas négociables immédiatement et leur cession nécessite plusieurs mois voire une année en fonction de l'état du marché.

De ce fait, la réduction fiscale accordée va constituer le principal outil d'incitation à l'investissement dans ce type de produit présentant un fort profil de risque.

Le graphique ci-dessous permet en effet de constater que les tickets moyens sont corrélés avec l'importance de la réduction fiscale accordée. Ainsi, pour les holdings ISF PME, le ticket moyen est plus élevé que celui des FIP, FCPI et FCPR fiscaux, ce mode d'investissement s'adressant à des contribuables plus fortunés, du fait de l'existence d'un plafond de réduction plus élevé (50 000 €, contre 20 000 € pour les fonds ISF et 3 000 € ou 6 000 € pour les fonds IR).

---

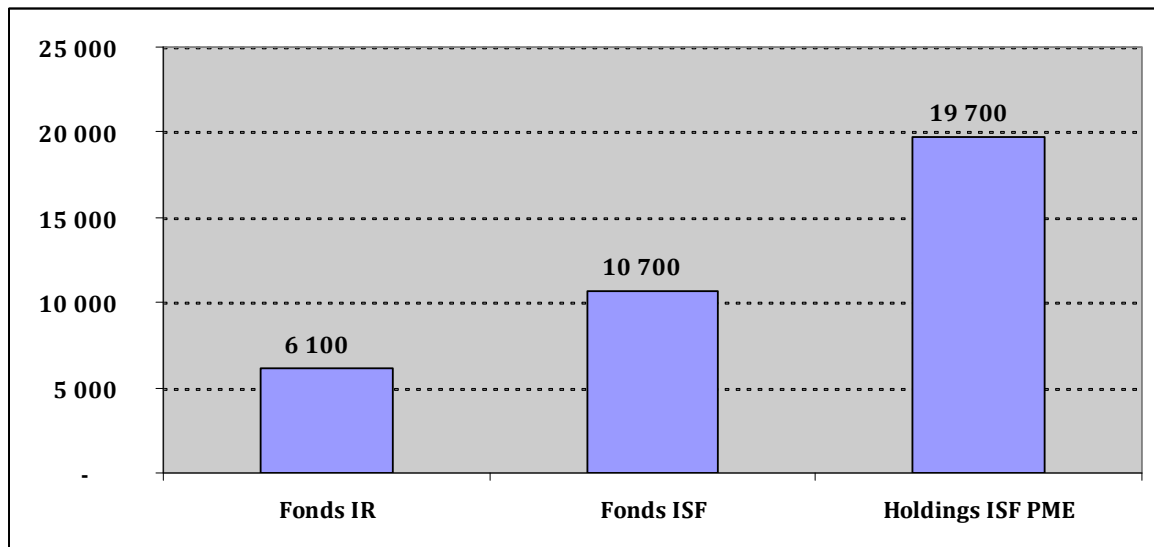
<sup>33</sup> Initialement, un délai maximum d'un an était prévu pour réaliser cet investissement. L'article 39 de la loi de finances rectificative pour 2007 (n°2007-1824 du 25 décembre 2007) a accordé aux sociétés holdings un délai supplémentaire d'un an pour réinvestir dans une société éligible les fonds qu'elle reçoit des particuliers dans le cadre du dispositif de réduction d'ISF.

<sup>34</sup> La proposition de loi portée par le sénateur Arthuis, et votée par le Sénat le 29 juin 2009 prévoit de subdiviser ce délai, en imposant que « ce pourcentage doit être atteint à hauteur de 50 % au moins au plus tard six mois à compter de la date de clôture de la période de souscription fixée dans le prospectus complet du fonds, laquelle ne peut excéder huit mois à compter de la date de constitution du fonds », tout en le réduisant globalement, en imposant qu'il soit réalisé « à hauteur de 100 % au plus tard le dernier jour du sixième mois suivant ».

<sup>35</sup> Le tableau joint en fiche technique n°6 résume les principaux profils de risques, en les comparant, des fonds éligibles à l'avantage fiscal de la loi TEPA et des holdings ISF PME.

### Annexe III

**Graphique 12 : Ticket moyen en 2008, par type d'investissement**



*Source : Étude AFIC « Levée de capitaux par les FCPI et FIP créés en 2008, DGFIP pour les holdings ISF PME.*

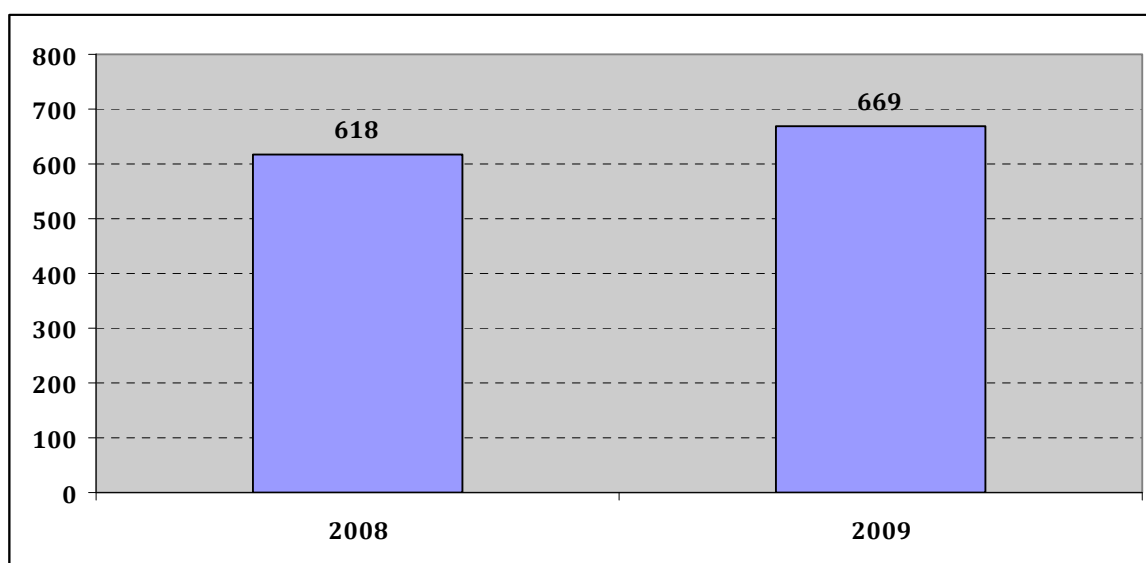
### 2.2.3 Le dispositif TEPA de réduction d'ISF est particulièrement puissant et attractif, notamment pour les holdings ISF PME

#### 2.2.3.1 Ce dispositif présente un niveau global de dépense fiscale supérieur à celui de la loi Madelin

Le montant de la dépense fiscale liée au dispositif de réduction ISF destiné à financer les PME s'est élevé, en 2008, à 618 millions d'€<sup>36</sup>, soit un montant en ligne avec les 620 millions prévus lors de l'examen de la loi TEPA, ce qui situe le gain par foyer fiscal bénéficiaire à 8 500 € en moyenne.

Pour 2009, le montant total de dépense fiscale liée à ce dispositif est estimé à 669 M€<sup>37</sup>, ce qui représente une hausse de 8 %, chiffre témoignant de l'attractivité du dispositif.

**Graphique 13 : Évolution de la dépense fiscale totale ISF PME entre 2008 et 2009 (en M€)**



Source : DGFIP.

Ces montants sont à rapprocher du montant des dépenses fiscales liées à l'ISF, qui s'élevaient en 2009 à 1,1 milliards d'€. Le dispositif ISF PME constitue de ce fait le plus important mécanisme de réduction de l'ISF mis en place par les pouvoirs publics, puisqu'il représentait, en 2009, 62 % du montant total des dépenses fiscales<sup>38</sup>.

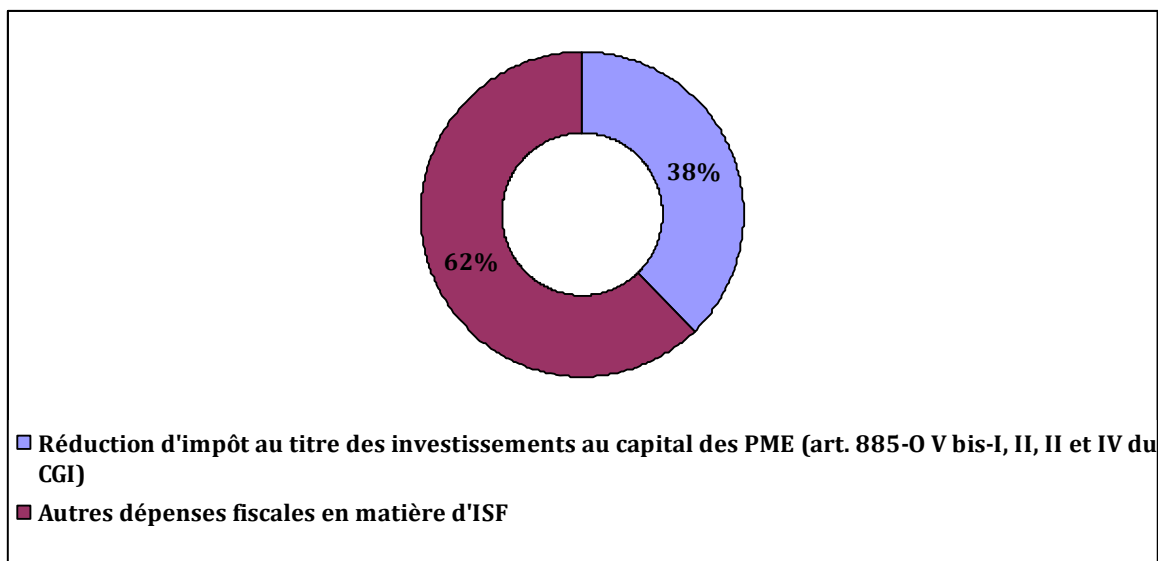
<sup>36</sup> Source : DGFIP.

<sup>37</sup> Source : DGFIP.

<sup>38</sup> Hors exonération des biens professionnels prévue aux articles 885 A, N et R du CGI, qui n'est pas chiffrée, en termes de dépenses fiscales.

### Annexe III

**Graphique 14 : Part de la réduction d'impôt ISF PME dans le montant total des dépenses fiscales relatives à l'ISF, en 2009**



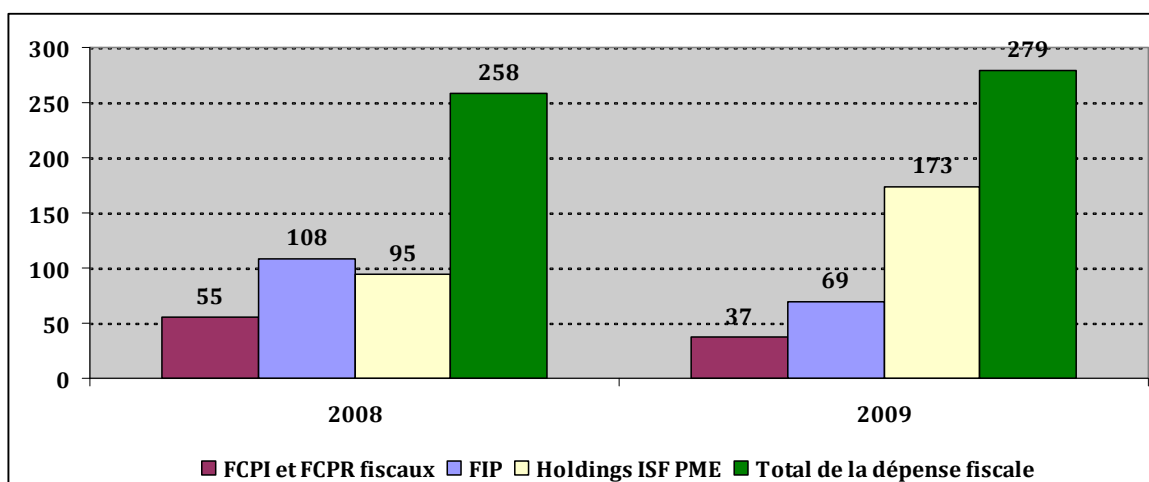
Source : PLF 2009, « Chiffrages des dépenses fiscales ».

#### 2.2.3.2 La répartition de cette dépense fiscale a évolué depuis la création du mécanisme, en raison du développement des holdings ISF PME

En 2009, il est possible de constater une certaine désaffection pour les fonds, puisque les niveaux de dépense fiscale y afférents ne se sont élevés qu'à 69 M€ pour les FIP et 37 M€ pour les FCPI et FCPR fiscaux, ce qui représente une baisse globale de -34,9 % par rapport à l'année précédente.

Cette baisse d'attractivité s'explique d'une part par les effets de la crise financière intervenue en septembre 2008, et d'autre part par la montée en puissance des holdings ISF PME venant concurrencer les fonds.

**Graphique 15 : Dépenses fiscales réalisées en matière d'ISF (en millions d'€) pour les investissements effectués via les fonds et les holdings ISF PME**



Source : DGFIP.

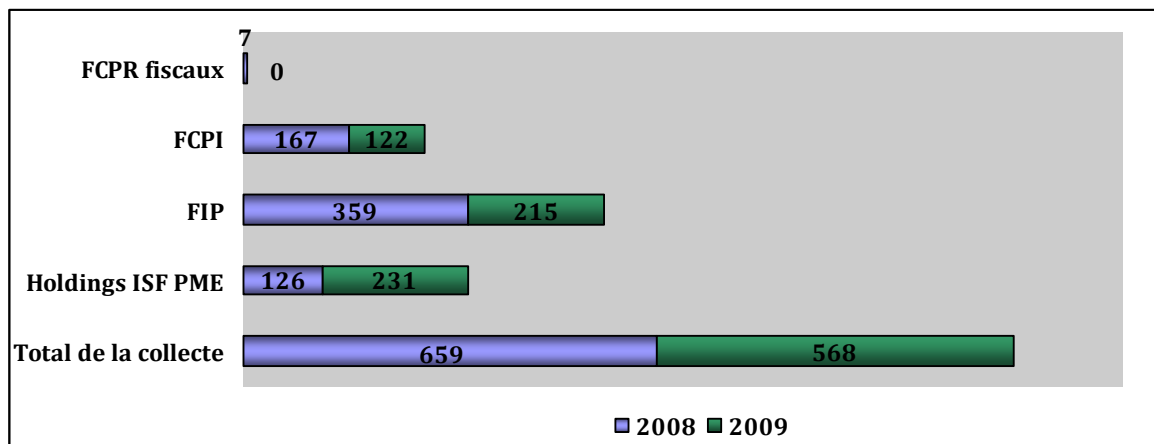
### Annexe III

Ainsi, en 2009, seuls 337 M€ ont été collectés par les fonds d'investissement (215 M€ pour les FIP et 122 M€ pour les FCPI), contre 533 M€ en 2008. La hausse de la collecte des holdings ISF PME n'a pas compensé la baisse de celle des fonds, puisque la collecte globale générant une réduction d'ISF a diminué de 13,8 %, hors investissement direct.

Le volume des levées de capitaux réalisées au profit des holdings PME s'est donc accru de 83 % entre 2008 et 2009. Cette évolution caractérise une offre plus importante de véhicules holdings interposés, en raison principalement de l'application d'un taux de réduction d'impôt supérieur à celui des FIP, FCPI et FCPR fiscaux (75 % contre 50 %), pour un plafonnement également situé à un niveau plus élevé, comme exposé ci-dessus.

La hausse de la dépense fiscale qui ressort du graphique 15 ci-dessus ne traduit donc pas une hausse de la collecte, mais un basculement vers les holdings ISF PME, qui offrent une réduction d'impôt beaucoup plus importante que celle des fonds.

**Graphique 16 : La collecte de l'ISF PME par véhicule - Évolution entre 2008 et 2009 des fonds et des holdings ISF PME (en M€)**



Source : Études AFIC « ISF et intermédiation » pour 2008 et 2009 pour les fonds, DGFIP pour les holdings ISF PME.

#### **2.2.3.3 Les nouvelles règles encadrant l'activité des holdings ISF PME ont eu pour effet de faire émerger une nouvelle forme d'investissement direct en 2009**

Afin de mieux encadrer les holdings et de prévenir certains abus, la loi de finances pour 2009<sup>39</sup> a imposé certaines règles d'encadrement aux holdings. Notamment, à compter du 16 juin 2009<sup>40</sup>, pour permettre à leurs souscripteurs d'entrer dans le cadre de la réduction d'ISF TEPA, elles ne doivent :

- ◆ ni compter plus de cinquante associés ou actionnaires ;
- ◆ compter pour mandataires sociaux que des personnes physiques ;
- ◆ accorder aux actionnaires ou associés ni garantie en capital ni mécanisme de sortie automatique au terme du délai fiscal de conservation des titres de cinq ans.

Ce texte est susceptible de rendre plus difficile la collecte de fonds d'un niveau suffisant avec un nombre d'associés limité à 50, eu égard au faible montant moyen souscrit par chaque investisseur.

<sup>39</sup> Article 106 de la loi n°2008-1425 du 27 décembre 2008 de finances pour 2009, introduit par le Sénat à l'initiative du Sénateur Adnot.

<sup>40</sup> Ces mesures concernent donc en pratique l'ISF dû à compter de l'année 2010.



## Annexe III

Certains acteurs du marché laissent cependant entendre que le modèle économique des holdings ISF PME pourrait perdurer, si les textes leur permettent de créer plusieurs holdings en parallèle.

Afin d'anticiper les effets de ces nouvelles dispositions, des sociétés financières ont choisi de présenter des PME directement aux assujettis ISF. Une étude J.R./Capital Finance de juin 2009 recense ainsi 23,8 M€ levés, le principal intervenant ayant même collecté environ 20 millions d'euros.

### 2.3 L'attractivité de la loi TEPA n'a cependant pas diminué l'impact du mécanisme de réduction d'impôt Madelin

La mise en place du mécanisme de réduction d'ISF n'a pas eu pour effet d'évincer le dispositif Madelin. Cela s'explique principalement par le fait que ces deux mécanismes s'adressent à des investisseurs différents, la réduction d'IR étant destinée à un grand nombre de redevables potentiels, alors que celle d'ISF vise un public beaucoup plus restreint.

Ainsi, sur les 145 000 souscripteurs de parts de FIP et de FCPI en 2008, seuls 31 %, soit 45 000, étaient redevables de l'ISF<sup>41</sup>.

Par ailleurs, même si la fraction du versement ayant donné lieu à la réduction d'ISF prévue en faveur de la souscription au capital de PME ne peut donner lieu à la réduction d'impôt sur le revenu Madelin, l'exclusivité des réductions d'ISF et d'impôt sur le revenu ne s'applique que sur un même montant investi<sup>42</sup>.

Ainsi, le redevable de l'ISF peut cumuler les deux avantages fiscaux lorsqu'il réalise un versement distinct effectué au titre d'une même souscription. Il peut également arbitrer, le cas échéant, la part du versement qu'il souhaite utiliser pour le bénéfice d'une réduction d'ISF et celle qu'il souhaite utiliser pour le bénéfice d'une réduction d'impôt sur le revenu.

Les levées de capitaux réalisées par les fonds sont de ce fait aujourd'hui équivalentes, au regard de l'avantage fiscal attribué.

En 2008, le niveau des levées est ainsi devenu proche, entre les fonds dédiés à l'avantage fiscal IR et ceux positionnés sur l'avantage fiscal ISF, pour lesquels l'exigence en termes de quotas est pourtant supérieure<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> Source : AFIC, études sur les « Levées de capitaux effectuées par les FIP et les FCPI en 2008 », et « ISF et intermédiation : collecte 2008 ».

<sup>42</sup> Le redevable bénéficiant de la réduction d'ISF prévue en faveur de la souscription au capital de PME ou de parts de FIP/FCPI peut également bénéficier, le cas échéant, de la réduction Madelin, au titre :

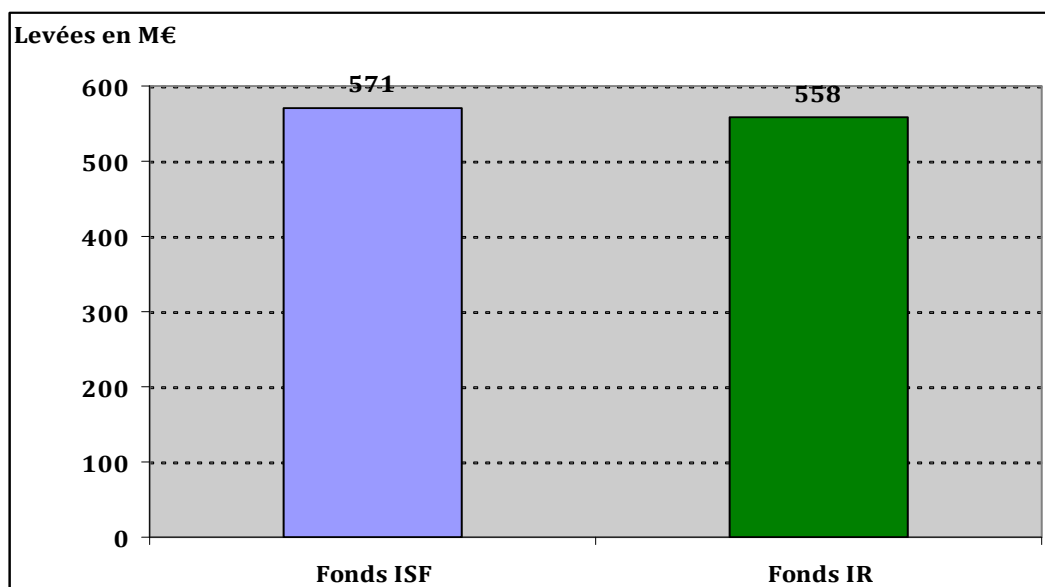
- ◆ d'une souscription distincte ;
- ◆ d'un versement distinct effectué au titre d'une même souscription ;
- ◆ de la fraction d'un versement n'ayant pas donné lieu au bénéfice de l'une des réductions d'impôt sur le revenu prévues à l'article 199 terdecies 0-A.

Dans cette dernière hypothèse, le redevable peut arbitrer, le cas échéant, la part du versement qu'il souhaite utiliser pour le bénéfice d'une réduction d'ISF et celle qu'il souhaite utiliser pour le bénéfice d'une réduction d'impôt sur le revenu. Dans le cas particulier de la souscription de parts de FIP, la fraction d'un versement non prise en compte pour le calcul de la réduction d'ISF est susceptible d'être éligible au bénéfice de la réduction d'impôt sur le revenu. Source : BOI 7S-3-08, § 232 et s.

<sup>43</sup> Notamment l'obligation d'investir 20 % ou 40 % de l'actif dans des PME de moins de cinq ans, de manière permanente.

### Annexe III

**Graphique 17 : Niveau des levées de capitaux, en 2008, pour les véhicules permettant des avantages fiscaux ISF et IR.**



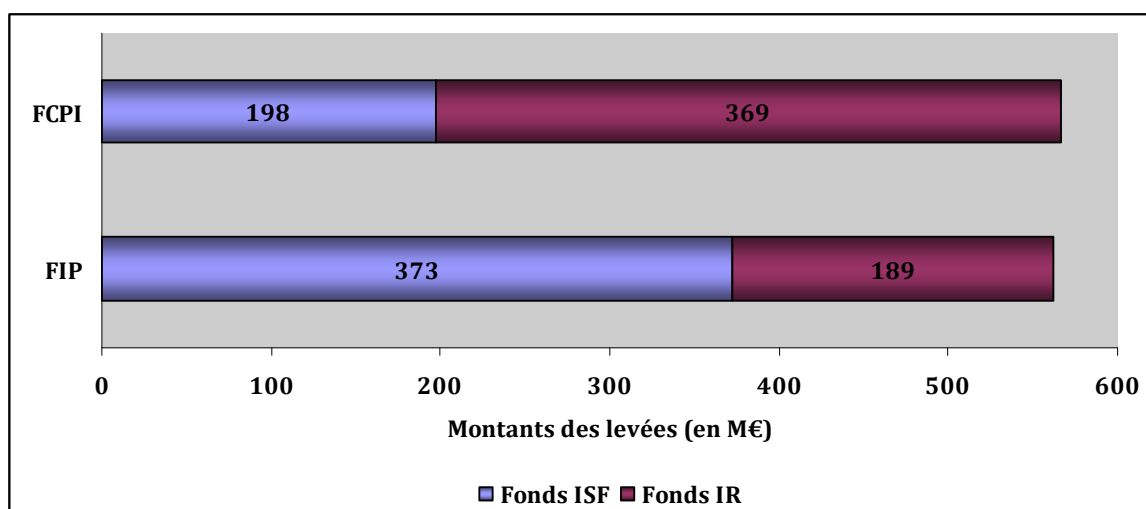
**Tableau 4 : Levées de capitaux par les FIP et FCPI créés en 2007 et 2008**

	FIP	FCPI	Total	FIP	FCPI	Total
	En millions d'€			En nombre de fonds		
Fonds ISF	373,0	197,5	570,5	17	11	28
Fonds IR	188,6	369,3	557,9	29	30	59
<b>Année 2008</b>	<b>561,6</b>	<b>566,8</b>	<b>1 128,4</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>87</b>
Année 2007	333,0	595,0	928,0	22	27	49

*Source : Étude AFIC-AFG du 12 février 2009.*

Enfin, les FIP et les FCPI ne sont pas ciblés sur les mêmes avantages fiscaux, les levées de FCPI permettant en grande majorité un avantage en matière d'impôt sur le revenu (à hauteur de 65,2 %), alors que celles des FIP sont inversement orientées sur l'avantage ISF (à hauteur de 66,4 %).

**Graphique 18 : Répartition des montants levés en fonction de la nature de l'avantage fiscal en 2008**



*Source : Étude AFIC-AFG du 12 février 2009.*

## **ANNEXE IV**

### **La transparence et la comparabilité des frais prélevés par les fonds et par les holdings**

# SOMMAIRE

<b>1. DEPUIS JUIN 2009, LES FRAIS PRÉLEVÉS PAR LES FONDS SONT PLUS LISIBLES MAIS DES MARGES DE PROGRÈS SUBSISTENT.....</b>	<b>1</b>
1.1. L'instruction AMF du 4 juin 2009 a procédé à une harmonisation de la présentation des frais de gestion.....	1
1.1.1. <i>Les droits d'entrée et de sortie sont destinés à couvrir les frais de lancement et de liquidation du fonds.....</i>	2
1.1.2. <i>Les frais récurrents de gestion et de fonctionnement maximum couvrent à la fois les frais de fonctionnement du fonds et la rémunération des différents acteurs.....</i>	3
1.1.3. <i>Les frais de constitution couvrent les coûts de lancement du fonds.....</i>	6
1.1.4. <i>Les frais non récurrents d'acquisition, de suivi et de cession des participations visent à couvrir les coûts liés aux activités de marché du fonds.....</i>	6
1.1.5. <i>Les frais indirects liés aux investissements dans des parts ou actions d'autres OPCVM couvrent les coûts spécifiques aux fonds de fonds.....</i>	7
1.1.6. <i>Le carried interest correspond à la rémunération à la performance des équipes de gestion.....</i>	7
1.2. Des marges de manœuvre demeurent en matière de transparence des frais.....	8
1.2.1. <i>La comparabilité des fonds a fortement progressé.....</i>	8
1.2.2. <i>Toutefois, quelques limites demeurent en matière de comparabilité des frais.....</i>	10
1.2.3. <i>Par ailleurs, le carried interest n'est pas facilement identifiable par le souscripteur.....</i>	10
1.2.4. <i>Plus largement, le souscripteur ne dispose pas d'un indicateur synthétique des frais de gestion.....</i>	10
<b>2. LA TRANSPARENCE DES FRAIS PRÉLEVÉS PAR LES HOLDINGS ISF PME DEMEURE TRÈS INSUFFISANTE .....</b>	<b>12</b>
2.1. Le modèle de rémunération des holdings repose sur la combinaison d'une réserve de trésorerie initiale et d'une facturation régulière de prestations aux PME cibles.....	12
2.1.1. <i>Le modèle de rémunération des holdings repose sur des bases différentes de celles des fonds.....</i>	12
2.1.2. <i>La durée de vie des holdings est plus courte que celle des fonds.....</i>	16
2.2. Les frais prélevés ne sont pas suffisamment transparents pour l'investisseur.....	17
2.2.1. <i>Les règles de transparence applicables aux holdings sont limitées.....</i>	17
2.2.2. <i>Les frais et commissions indiqués dans les prospectus des holdings sont souvent incomplets ou entachés d'inexactitudes.....</i>	18
<b>3. LA MISSION PROPOSE D'ENRICHIR LA DOCUMENTATION DES FCPR AGRÉÉS, D'ALIGNER LES OBLIGATIONS DES HOLDINGS SUR CELLES DES FONDS ET DE FOURNIR AUX SOUSCRIPTEURS DE NOUVEAUX OUTILS D'INFORMATION.....</b>	<b>20</b>
3.1. Compléter les notices d'information des FCPR agréés.....	20
3.1.1. <i>Objectif de la mesure.....</i>	20
3.1.2. <i>Description de la mesure et modalités de mise en œuvre.....</i>	20
3.1.3. <i>Avantages et impacts de la mesure.....</i>	24
3.1.4. <i>Inconvénients et risques de la mesure.....</i>	24

3.2. Élaborer une instruction AMF sur les holdings ISF PME qui impose à ces dernières les mêmes règles de transparence que les FCPI et FIP agréés .....	25
3.2.1. <i>Objectif de la mesure</i> .....	25
3.2.2. <i>Description de la mesure et modalités de mise en œuvre</i> .....	25
3.2.3. <i>Avantages et impacts de la mesure</i> .....	35
3.2.4. <i>Inconvénients et risques de la mesure</i> .....	35
3.3. Créer un comparateur de frais en ligne sur le site internet de l'AMF.....	35
3.3.1. <i>Objectif de la mesure</i> .....	35
3.3.2. <i>Description de la mesure et modalités de mise en œuvre</i> .....	36
3.3.3. <i>Avantages et impacts de la mesure</i> .....	41
3.3.4. <i>Inconvénients et risques de la mesure</i> .....	42

## Annexe IV

L'enjeu en matière de transparence des frais prélevés par les fonds et les holdings IR et ISF PME est double :

- ◆ la transparence conditionne la capacité du souscripteur à disposer d'une vision claire de l'ensemble des frais qui seront prélevés sur son capital au cours de la vie du fonds ou de la holding. Sans elle, le souscripteur ne peut pas prendre sa décision d'investissement, ni arbitrer entre un fonds ou une holding et un autre produit d'investissement, en disposant de tous les éléments d'information appropriés ;
- ◆ elle est indispensable pour que le souscripteur puisse comparer différents produits IR et ISF PME entre eux et faire jouer la concurrence : le souscripteur doit pouvoir déterminer à l'avance quel fonds ou quelle holding prélèvera la part la plus importante de son capital en frais de gestion. Il doit ainsi être en mesure de mettre en concurrence les différents produits et d'exercer une pression à la baisse sur les frais.

Les fonds et les holdings, parce qu'ils sont de nature juridiquement différente, ne se voient pas appliquer les mêmes règles ni les mêmes exigences en matière de transparence. La mission a donc choisi de traiter séparément la problématique de la transparence pour ces deux véhicules d'investissement.

### **1. Depuis juin 2009, les frais prélevés par les fonds sont plus lisibles mais des marges de progrès subsistent**

#### **1.1. L'instruction AMF du 4 juin 2009 a procédé à une harmonisation de la présentation des frais de gestion**

Les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et les fonds d'investissement de proximité (FIP) sont des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) dits non coordonnés. A ce titre, ils relèvent de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers<sup>1</sup> dite directive « MIF ».

Les règles relatives à la transparence des frais prélevés par ces fonds et découlant de cette directive ont été transposées en droit français dans le code monétaire et financier et dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Une instruction<sup>2</sup>, publiée le 4 juin 2009 par l'AMF, fixe le contenu des notices d'information des FCPI agréés, FCPI et FIP<sup>3</sup>. Outre l'insertion dans la notice d'information d'un diagramme récapitulatif des principales étapes de la vie du fonds, appelé « feuille de route de l'investisseur », l'instruction procède à une harmonisation substantielle des catégories de frais.

Celles-ci sont subdivisées en deux rubriques :

- ◆ les droits d'entrée et de sortie ;

---

<sup>1</sup> Modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

<sup>2</sup> Instruction n°2009-05 du 4 juin 2009 relative au prospectus complet de fonds communs de placement à risques agréés.

<sup>3</sup> L'article 414-12 du règlement général de l'AMF prévoit que les FCPI et FIP publient deux types de documents : une notice d'information et un règlement, l'ensemble constituant le prospectus complet du fonds.

## Annexe IV

- ◆ les frais de fonctionnement et de gestion, qui comprennent : les frais récurrents de gestion et de fonctionnement maximum ; les frais de constitution du fonds ; les frais non récurrents de fonctionnement liés à l'acquisition, au suivi et à la cession des participations ; les frais de gestion indirects.

Il faut enfin y ajouter le *carried interest* (commission de surperformance) décrit dans la partie de la notice d'information consacrée aux catégories de parts.

Il existe donc six catégories de frais détaillées ci-après.

### 1.1.1. Les droits d'entrée et de sortie sont destinés à couvrir les frais de lancement et de liquidation du fonds

Les droits d'entrée et de sortie sont payés par le souscripteur à l'entrée (en plus du prix de souscription des parts) et à la sortie (en moins de la valeur de rachat des parts).

On distingue :

- ◆ les droits acquis à l'OPCVM : ils sont versés par le souscripteur à l'OPCVM et servent à compenser les frais supportés par celui-ci ;
- ◆ les droits non acquis à l'OPCVM : prélevés par l'OPCVM, ils sont reversés à la société de gestion pour couvrir sa rémunération ou celle d'autres acteurs.

Dans son instruction du 4 juin 2009, l'AMF précise que les droits d'entrée et de sortie peuvent être présentés sous la forme d'un taux, d'une fourchette ou d'un maximum dans la notice d'information du fonds.

**Tableau 1 : Typologie des droits d'entrée et de sortie issue de l'instruction AMF du 4 juin 2009**

Frais à la charge de l'investisseur, prélevés lors des souscriptions et des rachats	Assiette	Taux barème
Commission de souscription non acquise à l'OPCVM	Valeur de souscription x Nombre de parts	A % (fourchette, taux maximum, modalités particulières)
Commission de souscription acquise à l'OPCVM	Valeur de souscription x Nombre de parts	B %
Commission de rachat non acquise à l'OPCVM	Valeur liquidative x Nombre de parts	C % (fourchette, taux maximum, modalités particulières)
Commission de rachat acquise à l'OPCVM	Valeur liquidative x Nombre de parts	D %

*Source : AMF.*

#### 1.1.1.1. Les droits d'entrée

Les droits d'entrée, aussi appelés frais de souscription, sont assis sur le montant des souscriptions. Ils sont généralement non acquis au fonds et rétrocédés par la société de gestion au distributeur.

Le distributeur réalise en effet une prestation de démarchage de la clientèle, de conseil en investissement et de placement des produits des sociétés de gestion. Cette prestation est rémunérée par le biais d'une rétrocession de tout ou partie des droits d'entrée perçus par la société de gestion (cf. annexe VI relative à la distribution).

### **1.1.1.2. Les droits de sortie**

Les droits de sortie, aussi appelés commissions de rachat, sont généralement acquis à l'OPCVM. Ils sont assis sur la valeur liquidative du fonds.

Ils visent à prévenir le départ anticipé des souscripteurs et à compenser les coûts liés à celui-ci. En effet, le législateur impose une durée minimum de détention des parts de cinq ans pour bénéficier de l'avantage fiscal. Toutefois, cette durée est souvent insuffisante pour que les sociétés de gestion atteignent leurs objectifs de rendement. D'une part cette durée ne permet pas toujours aux PME cibles en phase d'amorçage de faire la preuve de la viabilité de leur modèle économique. D'autre part, la revente des parts à un prix optimal peut être longue et ainsi difficile s'agissant de PME locales non cotées sur des marchés financiers. Pour inciter les souscripteurs à conserver leurs parts du fonds sur une durée plus longue – en général 8 ans – certaines sociétés de gestion fixent des droits de sortie qui s'appliquent uniquement en cas de sortie anticipée du fonds (avant l'échéance de 8 ans) et agissent ainsi comme des barrières à la sortie (ils peuvent d'ailleurs être dégressifs au fur et à mesure que se rapproche l'échéance de la période de blocage). En outre, lorsque le départ précoce du souscripteur n'a pas pu être empêché, les droits de sortie peuvent servir à couvrir les coûts correspondants (frais administratifs, réallocation des participations du fonds en fonction des souscripteurs restants etc.).

Pour les fonds agréés avant l'entrée en vigueur de l'instruction du 4 juin 2009, aucune disposition particulière ne s'appliquait aux droits d'entrée et de sortie. Ceux-ci étaient donc :

- ◆ soit présentés de façon distincte ;
- ◆ soit présentés dans le même tableau que les autres frais ;
- ◆ soit, cas le plus fréquent, présentés dans les paragraphes relatifs respectivement à la souscription des parts et à leur rachat, mais sans faire l'objet d'une sous-partie spécifique « frais » ni d'une présentation synthétique sous la forme d'un tableau.

### **1.1.2. Les frais récurrents de gestion et de fonctionnement maximum couvrent à la fois les frais de fonctionnement du fonds et la rémunération des différents acteurs**

La rubrique « frais de fonctionnement et de gestion » imposée par l'instruction AMF du 4 juin 2009 regroupe tous les frais prélevés sur le souscripteur hors les droits d'entrée et les droits de sortie.

Ces frais ont été substantiellement simplifiés par l'instruction AMF. Comme le montre le tableau 2, ils sont désormais regroupés en quatre catégories de frais : les frais récurrents de gestion et de fonctionnement, la commission de constitution, les frais de fonctionnement non récurrents liés à l'acquisition, au suivi et à la cession des participations et les frais de gestion indirects.



## Annexe IV

**Tableau 2 : Évolution de la typologie des frais de gestion imposée par l'instruction AMF du 4 juin 2009<sup>4</sup>**

Typologie des frais antérieure à l'instruction du 4 juin 2009		Typologie des frais issue de l'instruction du 4 juin 2009	
Frais	Assiette	Frais	Assiette
Commission récurrente de gestion	Actif net et/ou souscriptions	Frais récurrents de gestion et de fonctionnement	Souscriptions
Frais de commissaire aux comptes	Frais réel ou actif net		
Frais du dépositaire	Frais réel ou actif net		
Rémunération du délégataire administratif et comptable	Frais réel ou actif net		
Commission de constitution	Souscriptions	Commission de constitution	Définie par la société de gestion
Frais d'impression et d'envoi des documents d'information <sup>5</sup>	Frais réels ou actif net		
Frais de conseils juridiques et fiscaux	Actif net		
Frais de communication	Frais réel ou actif net		
Commission de mouvement	Taux estimé pour chaque transaction	Frais de fonctionnement non récurrents liés à l'acquisition, au suivi et à la cession des participations	Définie par la société de gestion
Frais d'investissement (ou frais d'intermédiation)	Frais réels		
Frais de gestion indirects	Actif net de l'OPCVM cible	Frais de gestion indirects	Actif net de l'OPCVM cible

Source : *Mission*.

### 1.1.2.1. Les frais de gestion couvrent des coûts fixes et des coûts variables

Les frais de gestion et de fonctionnement couvrent, au plan comptable, l'ensemble des dépenses engagées par le fonds pour son fonctionnement (hors transactions) et les dotations aux amortissements. Ils sont récurrents, c'est-à-dire qu'ils sont prélevés chaque année pendant la durée de vie du fonds.

L'instruction AMF du 4 juin 2009 précise que la catégorie « *Frais récurrents de gestion et de fonctionnement maximum* » regroupe les frais suivants, qui pouvaient auparavant être présentés distinctement :

- ◆ la commission de gestion (rémunération de la société de gestion) ;
- ◆ les frais de commissaire aux comptes (frais d'audit externe) ;
- ◆ les frais du dépositaire et de conservation des actifs ;
- ◆ la rémunération du délégataire administratif et comptable (frais de tenue de la comptabilité).

Il convient d'y ajouter les frais de distribution. Ils sont payés sous la forme d'une rétrocession par la société de gestion à l'organe de commercialisation d'une partie des frais qu'elle a perçus (cf. annexe VI relative à la distribution).

<sup>4</sup> Hors droits d'entrée, commissions de rachat et *carried interest*.

<sup>5</sup> Ces frais et les deux suivants peuvent également être intégrés dans la catégorie des « frais récurrents de gestion et de fonctionnement ».

## Annexe IV

Enfin, les sociétés de gestion peuvent choisir d'y inclure les frais de communication, les frais de conseils juridiques et fiscaux et les frais d'impression et d'envoi des documents, même si l'AMF recommande qu'ils soient intégrés dans la commission de constitution.

Les frais de gestion et de fonctionnement couvrent les coûts récurrents que doit supporter la société de gestion. Certains sont fixes, comme les frais de siège, les frais de dépositaire ou les frais de commissaire aux comptes. D'autres sont variables, comme les frais de contentieux ou, dans une certaine mesure, la rémunération de l'équipe de gestion, cette dernière étant susceptible de se développer au fur et à mesure du lancement de nouveaux fonds par la société de gestion.

Compte-tenu de la durée de détention des parts, ces coûts récurrents ne peuvent être couverts intégralement par les droits d'entrée (impossibilité d'anticiper l'évolution des coûts sur huit ou dix ans) ni par les droits de sortie (qui ne permettraient pas de fournir à la société de gestion la trésorerie dont elle a besoin).

Les frais de gestion récurrents sont donc par nature la principale source de rémunération des sociétés de gestion.

### ***1.1.2.2. Les frais de gestion récurrents sont désormais calculés sur une assiette harmonisée à partir du montant des souscriptions***

Jusqu'à l'entrée en vigueur de l'instruction AMF du 4 juin 2009, les frais de gestion récurrents étaient majoritairement assis sur l'actif net du fonds, c'est-à-dire sur la valeur liquidative des parts lors de la clôture de l'exercice comptable. Toutefois, compte-tenu de l'aléa lié aux performances des fonds, notamment en phase d'investissement<sup>6</sup>, certaines sociétés de gestion avaient choisi d'instaurer une assiette variable des frais récurrents – assis sur le montant des souscriptions initiales lors des premières années d'existence du fonds, puis sur l'actif net lorsque celui-ci commence à progresser – ou une assiette alternative – les frais récurrents sont assis sur la plus importante des deux assiettes.

La nouvelle instruction AMF du 4 juin 2009 a harmonisé les différentes pratiques en imposant une assiette unique pour les frais de gestion récurrents, le montant des souscriptions, sauf si une assiette plus favorable au souscripteur est proposée.

Une politique de prélèvement distincte peut être retenue en fin de vie du FCPR (période de pré liquidation, le cas échéant, et période de liquidation), lorsque ce dernier entre dans la phase de cession de ses participations, et notamment en cas de baisse de la valeur liquidative. La notice d'information doit alors le préciser.

Par ailleurs, en cas de progression de la valeur liquidative du fonds, la nouvelle assiette des frais de gestion récurrents protège mieux les intérêts de l'investisseur : les frais prélevés seront constants alors que, avec des frais calculés sur la base de l'actif net, ils progresseraient fortement.

---

<sup>6</sup> L'actif net du fonds décroît les premières années car celui-ci doit supporter des coûts qui ne sont pas encore compensés par une valorisation des parts prises dans les PME cibles. Puis, au fur et à mesure que les participations dans les PME s'apprécient, l'actif net progresse. Cette courbe d'évolution est appelée « courbe en J ».

## Annexe IV

Cette nouvelle assiette soulève toutefois la question de l'arbitrage entre prévisibilité des frais et protection de l'investisseur. En effet, dans l'hypothèse d'une baisse de la valeur liquidative du fonds, une commission de gestion qui est assise sur le montant des souscriptions – donc qui reste constante – pénalise davantage le souscripteur qu'une commission assise sur la valeur liquidative, et donc décroissante avec celle-ci. Le gain de prévisibilité et de comparabilité des frais apporté par la nouvelle assiette peut ainsi conduire à une moindre protection du souscripteur face au montant des frais. C'est la raison pour laquelle l'AMF a apporté un tempérament au principe de l'harmonisation des assiettes : les sociétés de gestion ont l'obligation de calculer la commission de gestion récurrente sur le montant des souscriptions sauf si elles proposent une assiette plus favorable au souscripteur, par exemple la plus faible des valeurs entre le montant des souscriptions et l'actif net.

De plus, la nouvelle assiette n'incite pas nécessairement la société de gestion à rechercher la performance, puisque sa rémunération récurrente est garantie quel que soit le rendement du fonds, et n'a pas vocation à progresser si celui-ci est positif. C'est seulement dans le cas où le rendement du fonds est négatif mais proche de zéro que le fonds peut être incité à rechercher la performance, malgré la garantie de rémunération qu'apporte l'assiette des souscriptions, du fait de la perspective d'obtenir un *carried interest* en cas de plus-value.

### 1.1.3. Les frais de constitution couvrent les coûts de lancement du fonds

La commission de constitution, lorsqu'elle est prélevée, est conservée par la société de gestion. Elle a pour objet de couvrir les frais engagés par la société de gestion pour la création du fonds (frais juridiques, frais de publicité, création du site internet etc.). Elle a également vocation à couvrir les frais de communication, les frais de conseils juridiques et fiscaux et les frais d'impression et d'envoi des documents engagés au cours de la vie du fonds, même si ces frais peuvent être pris en charge par la commission de gestion récurrente (cf. 1.1.2.1. ci-dessus).

L'instruction AMF du 4 juin 2009 laisse les sociétés de gestion libres de déterminer le mode de calcul de cette commission, sous réserve qu'elle ne soit pas prélevée de façon récurrente. Toutefois, elle est fréquemment exprimée en pourcentage du montant des souscriptions.

### 1.1.4. Les frais non récurrents d'acquisition, de suivi et de cession des participations visent à couvrir les coûts liés aux activités de marché du fonds

Les frais de gestion et de fonctionnement non récurrents liés à l'acquisition, au suivi et à la cession des participations correspondent à l'ensemble des frais liés aux transactions, c'est-à-dire aux frais liés à l'acquisition et à la vente des instruments financiers par le fonds. Ils comprennent :

- ◆ les commissions de mouvement ;
- ◆ les différents frais d'intermédiation connexes (frais de conseil sur les transactions) souvent appelés « frais d'investissement ».

L'instruction AMF du 4 juin 2009, en créant cette nouvelle catégorie, a contribué à simplifier la présentation de ces types de frais qui étaient auparavant souvent présentés de façon distincte. Les sociétés de gestion sont laissées libres de déterminer le mode de calcul de ces frais.

### 1.1.5. Les frais indirects liés aux investissements dans des parts ou actions d'autres OPCVM couvrent les coûts spécifiques aux fonds de fonds

Les frais de gestion indirects couvrent les frais liés aux investissements dans des parts ou actions d'autres OPCVM (frais de gestion indirects réels et droits d'entrée et de sortie acquittés par l'OPCVM). Ils sont exprimés en pourcentage de l'actif net du fonds cible (fonds dans lequel le fonds investit) car l'actif net est l'assiette de calcul des frais de gestion de la majorité des produits d'investissement autres que les FCPI et FIP.

### 1.1.6. Le *carried interest* correspond à la rémunération à la performance des équipes de gestion

Le *carried interest* constitue la rémunération à la performance des équipes de gestion. Attachée à une catégorie de parts – les parts détenues par la société de gestion du fonds ou ses actionnaires ou ses dirigeants ou les personnes physiques ou morales chargées de la gestion de ce fonds – elle repose sur une fraction prélevée par la société de gestion sur la plus-value éventuellement réalisée lors de la liquidation du fonds.

Cette fraction est plafonnée à 20 % de la plus-value pour les FCPR par le 4<sup>e</sup> alinéa du II de l'article R. 214-69 du code monétaire et financier. Ce plafond correspond aux standards observés sur les principales places financières mondiales.

L'économie générale de ces *carried interest* repose aujourd'hui sur une logique asymétrique : si la valeur liquidative du fonds diminue, seul le souscripteur en subit les conséquences puisque le capital qu'il a investi se réduit ; en revanche, si la valeur liquidative du capital investi a progressé, la société de gestion participera à cette performance en prélevant 20 % de la plus-value.

Pour corriger cette asymétrie, le b) du 2<sup>o</sup> du 8 du II de l'article 150-0 A du code général des impôts prévoit que le montant des souscriptions attachées à l'ensemble des parts ou actions de *carried interest* d'un même FCPR ou d'une même société de capital risque doit représenter un pourcentage minimum de 1 % du montant total des souscriptions reçues par ce fonds ou cette société. Cette participation plancher de l'équipe de gestion vise à rendre celle-ci solidaire de ses souscripteurs quelle que soit l'évolution de la valeur liquidative du fonds.

Toutefois, le projet de décret pris en application de l'article 15 de la loi de finances rectificative pour 2009 et fixant le taux minimum d'investissement dans certaines structures de capital-risque applicable à titre dérogatoire prévoit un seuil dérogatoire de participation de l'équipe de gestion de 0,25 % pour les FCPI et les FIP. De plus, cette participation minimum de l'équipe de gestion est ajustée à la baisse proportionnellement au rapport existant entre le *carried interest* retenu par la société de gestion et le taux de 20 %<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Par exemple, si l'équipe de gestion d'un FIP prévoit de prélever un *carried interest* de seulement 10 % (soit 50 % du taux de 20 %), sa participation minimum dans l'actif du FIP est elle-même réduite de 50 %. Elle passe donc de 0,25 % à 0,125 %.

## Annexe IV

Certains pays complètent le *carried interest* d'un *hurdle*, c'est-à-dire un seuil de déclenchement du *carried interest* : la société de gestion ne perçoit un *carried interest* de 20 % que si la plus-value réalisée est supérieure à un certain montant. Ce dispositif a pour objectif de renforcer l'incitation à la bonne gestion de la société de gestion puisque celle-ci ne perçoit sa commission de performance qu'au-delà d'un certain niveau de performance, et non pas dès le premier euro de plus-value. Dans une étude de 2007 réalisée sur la base de 249 fonds (98 fonds de capital-risque et 151 fonds de capital-transmission) levés aux États-Unis entre 1992 et 2006, Metrick et Yasuda<sup>8</sup> constatent que le *hurdle* s'élève fréquemment à hauteur de 8 % de la plus-value.

Toutefois, le versement du *carried interest* est, dans les faits, assez rare. En effet, sur la première génération de FCPI commercialisés entre 1997 et 2007, seuls 27 % d'entre eux affichaient une performance positive<sup>9</sup>. De plus, les FCPI et FIP les plus performants parmi ceux commercialisés depuis 1998 (premier quartile) ont réalisé une performance annuelle moyenne de seulement 1,9 % depuis l'origine<sup>10</sup>.

### 1.2. Des marges de manœuvre demeurent en matière de transparence des frais

#### 1.2.1. La comparabilité des fonds a fortement progressé

L'instruction du 4 juin 2009 est applicable à tous les fonds dont le dossier d'agrément a été déposé à compter du 15 août 2009, ainsi qu'à tous les fonds qui étaient encore ouverts aux souscriptions à cette date.

Il convient de souligner que certaines notices d'information postérieures au 4 juin 2009 s'inspirent de la nouvelle instruction AMF même si elles n'ont pas été agréées *in fine* à cette aune, leur dossier d'agrément ayant été déposé avant le 15 août 2009. Cela explique qu'il puisse être constaté des différences entre ces notices et les prescriptions de la nouvelle instruction.

Le tableau 3 permet de constater les avancées introduites par l'instruction du 4 juin 2009 en matière de transparence.

---

<sup>8</sup> Metrick A. et A. Yasuda (2007) : « *Economics of Private Equity Funds* », Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity.

<sup>9</sup> Cf. AMF, *Première génération de FCPI (1997-2007)*, Etude du service des prestataires et produits d'épargne.

<sup>10</sup> Cf. AFIC, Ernst&Young, Thomson Reuters, *Performance nette des acteurs français du capital investissement à fin 2008*, juillet 2009.

## Annexe IV

**Tableau 3 : Comparaison des frais prélevés entre un FIP antérieur à l'instruction AMF et un FIP postérieur**

FIP Alliance Capital PME 2 (agrément AMF le 3/08/2007)			FIP Alliance Capital PME 3 (agrément AMF en septembre 2009)		
Type de frais	Taux (maximum)	Assiette	Type de frais	Taux (maximum)	Assiette
Commission de gestion	3,50 %	Actif net	Frais récurrents de gestion et de fonctionnement	4,50 %	Souscriptions <sup>11</sup>
Rémunération du dépositaire	0,15 % (min. 5 000 €)	Actif net			
Honoraires du Commissaire aux comptes	0,25 % (min. 10 000 €)	Actif net			
Frais relatifs aux obligations légales du fonds	0,25 % (min. 10 000 €)	Actif net			
Frais liés aux investissements	2 %	Actif net	Frais non récurrents de fonctionnement liés à l'acquisition, au suivi et à la cession des participations	2 %	Souscriptions
Frais de constitution	1,50 %	Souscriptions	Frais de constitution	1,50 % + 50 000 €	Souscriptions + Forfait
			Frais de gestion indirects (liés aux investissements dans d'autres OPCVM)	0,85 %	Actif net du fonds cible

*Source : Mission.*

On peut notamment souligner que l'harmonisation des assiettes renforce la transparence des informations délivrées aux souscripteurs à deux niveaux :

- ◆ elle permet une meilleure comparabilité des frais des fonds : le souscripteur est désormais en mesure de comparer les frais qui lui seront prélevés par différents fonds ;
- ◆ elle fournit une meilleure prévisibilité des frais futurs : les frais de gestion récurrents étant désormais assis sur le montant des souscriptions initiales, le souscripteur est davantage en mesure de calculer les frais maximum qui lui seront prélevés pendant toute la durée de vie du fonds.

Par ailleurs, la nouvelle catégorie des « frais récurrents de gestion et de fonctionnement » a permis de faire disparaître l'ancienne catégorie des frais « divers » ou « autres frais », autrefois fréquente. Celle-ci était préjudiciable à la bonne information du souscripteur car :

- ◆ d'une part celui-ci n'était pas toujours en mesure d'identifier son périmètre. Il ne pouvait donc vérifier si les frais prélevés correspondait à des prestations effectivement réalisées ;

<sup>11</sup> A compter du premier semestre suivant le premier remboursement, partiel ou total, de parts, l'assiette est constituée de la plus faible des deux valeurs suivantes : dernier actif net du fonds validé par le commissaire aux comptes ou montant total des souscriptions, nettes de droits d'entrée.

## Annexe IV

- ◆ d'autre part, l'existence d'une telle catégorie conduisait par nature la société de gestion à agréger différents frais qui pouvaient être présentés distinctement chez ses concurrentes. Dès lors, le souscripteur n'était pas en mesure de comparer les frais prélevés entre deux sociétés de gestion prestation par prestation et de se faire justifier ceux qui apparaissaient les plus élevés.

### 1.2.2. Toutefois, quelques limites demeurent en matière de comparabilité des frais

Le tableau 3 ci-dessus permet de mettre en évidence les limites suivantes :

- ◆ les frais de constitution, dont l'assiette est laissée à la libre appréciation de la société de gestion, ne sont pas directement comparables avec les autres frais, qui sont exprimés en pourcentage du montant des souscriptions ou de l'actif net (dans l'exemple fourni par le tableau 3, les frais de constitution sont constitués d'un taux complété par un montant forfaitaire) ;
- ◆ les frais de gestion indirects sont exprimés en *maxima* facturés par les fonds cibles au lieu d'être convertis en équivalent de frais prélevés par le fonds source. De plus, ils sont assis sur l'actif net des fonds cibles et non pas sur le montant des souscriptions. Le souscripteur ne peut donc pas additionner directement ces frais avec les autres, et ainsi obtenir un taux de frais synthétique prélevé par le fonds source.

### 1.2.3. Par ailleurs, le *carried interest* n'est pas facilement identifiable par le souscripteur

Les frais d'entrée et de sortie et les *carried interest* restent présentés distinctement du tableau récapitulatif des frais de gestion. Ce choix, qui s'explique par des raisons techniques (distinction entre frais récurrents et frais non récurrents, nature spécifique des *carried interest* qui ne sont pas des frais au sens strict mais un mode de partage de la plus-value), limite la lisibilité pour le souscripteur : celui-ci ne dispose pas d'un tableau récapitulatif de l'ensemble des frais qui seront prélevés au cours de la vie du fonds sur le capital qu'il a souscrit.

Plus particulièrement, le *carried interest* reste absent des tableaux récapitulatifs des frais dans les notices d'information. Il est présenté de façon peu lisible dans la section de la notice relative aux catégories de parts, dans le même paragraphe qui décrit la nature des porteurs de parts, la proportion relative de chaque catégorie de parts et le régime applicable en cas de non-restitution aux porteurs de parts de leur apport nominal. Le souscripteur non averti est peu susceptible d'identifier cette catégorie de frais et de la prendre en compte dans son calcul des frais agrégés.

### 1.2.4. Plus largement, le souscripteur ne dispose pas d'un indicateur synthétique des frais de gestion

Il n'existe pas de taux de frais agrégeant l'ensemble des frais récurrents et l'ensemble des frais non récurrents rapportés à une assiette commune et lissés sur la durée de vie du fonds, qui permettrait au souscripteur de visualiser immédiatement le taux de frais agrégé et le montant total des frais maximum qui seraient prélevés sur son capital pour chacun des fonds et qui lui permettrait de comparer les frais prélevés pas les fonds sur une base harmonisée.

## Annexe IV

Un tel indicateur existe pourtant pour d'autres produits financiers. L'information relative aux crédits immobiliers, par exemple, doit inclure un taux effectif global (TEG) des frais prélevés par l'établissement bancaire et qui agrège « *les intérêts les frais, commissions ou rémunérations de toute nature, directs ou indirects, y compris ceux qui sont payés ou dus à des intermédiaires intervenus de quelque manière que ce soit dans l'octroi du prêt, même si ces frais, commissions ou rémunérations correspondent à des débours réels* » (article L. 313-1 du code de la consommation).

Dans son rapport rendu en 2002, la commission présidée par M. Philippe Adhémar<sup>12</sup> préconisait ainsi l'instauration d'un total des frais sur encours (TFE) inspiré du « *total expense ratio* » (TER) américain (cf. 3.1. ci-dessous) et regroupant « *l'ensemble des frais supportés par l'OPCVM (gestion financière, administrative, comptable, conservation, distribution...) hormis les frais de transaction* ». Ce TFE, qui aurait été calculé *ex post*, n'a pas été retenu.

Malgré les progrès apportés par l'instruction AMF du 4 juin 2009, le souscripteur ne dispose donc pas d'une vision agrégée des frais qui seront prélevés sur son capital au cours de la période de détention des parts.

---

<sup>12</sup> Commission des Opérations de Bourse, *Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective*, Paris, 9 octobre 2002, propositions n°6 à 8 p. 38 et 39.



## **2. La transparence des frais prélevés par les holdings ISF PME demeure très insuffisante**

Les holdings ISF PME sont des sociétés commerciales et non pas des OPCVM. Elles ne sont donc pas couvertes par le champ de l'instruction AMF du 4 juin 2009 évoquée ci-dessus. Il en résulte une plus grande variété de modes de rémunération et une moindre harmonisation de la présentation des frais de gestion dans les documents d'information destinés aux souscripteurs.

### **2.1. Le modèle de rémunération des holdings repose sur la combinaison d'une réserve de trésorerie initiale et d'une facturation régulière de prestations aux PME cibles**

Les holdings ISF PME ont l'obligation d'investir au moins 90 % des capitaux recueillis dans des PME éligibles<sup>13</sup>. A la différence des fonds (cf. 2.1.1.1.2. ci-dessous), elles ne disposent donc pas d'un volant de trésorerie important sur lequel elles peuvent prélever des frais récurrents de gestion. Leur modèle de rémunération se distingue ainsi de celui des fonds.

#### **2.1.1. Le modèle de rémunération des holdings repose sur des bases différentes de celles des fonds**

##### **2.1.1.1. Des frais non récurrents destinés à couvrir une partie des coûts récurrents**

###### **2.1.1.1.1. Les droits d'entrée ont vocation à rémunérer le distributeur**

Les holdings ISF PME facturent des frais initiaux non récurrents aux souscripteurs. Notamment, les holdings examinées par la mission<sup>14</sup> prélèvent un droit d'entrée de 5 % qui peut prendre deux formes :

- ◆ une commission de 5 % facturée en plus du prix de souscription des actions (par exemple holding n°1 ; cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) ou du prix d'exercice des bons de souscription d'actions (BSA) attribués au souscripteur (par exemple holding n°8 ; cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) ;
- ◆ une prime d'émission calculée par différence entre le prix d'achat de l'action (ou d'exercice du BSA) et le montant effectivement investi dans les PME éligibles. Par exemple, la holding n°2 (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) propose un prix d'exercice des BSA à 105 € mais un montant d'investissement dans les PME éligibles de 100 € par BSA, ce qui correspond à une prime d'émission de 5 €.

Comme pour les FIP et FCPI, ces droits d'entrée sont destinés en priorité à rémunérer le distributeur sous la forme d'une rétrocession.

---

<sup>13</sup> Bulletin officiel des impôts, instruction fiscale 7 S-3-08 n° 41 du 11 avril 2008, paragraphe 65.

<sup>14</sup> Examen des prospectus mis en ligne sur le site internet des holdings, complété par des entretiens avec les équipes de gestion des holdings.

## Annexe IV

### 2.1.1.1.2. Une réserve de trésorerie complémentaire est parfois prévue pour couvrir une partie des charges récurrentes de la holding

En complément des droits d'entrée, les holdings ISF PME peuvent prélever des frais non récurrents qualifiés de « trésorerie de précaution ». Ils sont constitués par différence entre le montant des souscriptions recueillies et le montant des capitaux effectivement investis dans les PME éligibles, dans la limite de 10 % du montant des souscriptions<sup>15</sup>. Par exemple, la holding n°4 (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) n'investit que 93,34 % des capitaux recueillis dans des PME éligibles, les 6,66 % restants constituant la réserve de trésorerie de la holding.

La trésorerie de précaution des holdings équivaut donc, pour les fonds, à des frais et commissions récurrents qui seraient prélevés en une seule fois, à l'entrée, sur la part de capital non investie dans les PME éligibles. Elle est justifiée par les besoins de trésorerie particuliers auxquels sont confrontées les holdings ISF PME lors de leur création :

- ◆ d'une part, comme les FCPI et FIP, elles doivent couvrir leurs frais de constitution (frais juridiques de lancement, frais de publicité...);
- ◆ d'autre part, les holdings disposent d'un volant de trésorerie sensiblement plus réduit que les fonds, d'abord parce que les encours bloqués par le quota d'investissement dans les PME éligibles sont plus importants (90 % contre 60 %), ensuite parce que ce quota d'investissement doit être atteint dans des délais plus contraints (en général douze mois à compter de la date limite des souscriptions contre deux ans pour les fonds). Les holdings ne disposent donc pas de liquidités, *a minima* durant les premiers exercices, c'est-à-dire avant que la cession de parts des PME éligibles ou le versement par celles-ci des premiers dividendes ne permettent à la holding de constituer des liquidités. Or elles doivent faire face dès le premier exercice à des coûts récurrents qui correspondent à leurs obligations légales (frais d'audit, frais de tenue de la comptabilité, frais juridiques etc.), voire à la rémunération de l'équipe de gestion.

Cette réserve de trésorerie, lorsqu'elle existe, est destinée à couvrir les frais de fonctionnement de la holding. Si elle n'a pas été totalement consommée lors de la liquidation de la holding, le reliquat est reversé aux souscripteurs, mais il est assimilé à une plus-value à laquelle s'applique le *carried interest* le cas échéant.

### 2.1.1.1.3. Des « frais de montage » facturés aux PME cibles sont également parfois prévus pour rémunérer l'équipe de gestion

Certaines holdings prélèvent des « frais d'assistance » ou « frais de montage » aux PME cibles lors de leur lancement. Ces frais sont facturés, non pas aux souscripteurs, mais aux sociétés dans lesquelles la holding investit le capital souscrit.

En effet, les holdings, sociétés commerciales dotées de la personnalité morale, ont la possibilité de facturer des prestations aux PME dans lesquelles elles investissent. Les « frais de montage » ainsi prélevés ne sont pas restitués aux souscripteurs : ils sont conservés par la holding pour rémunérer l'équipe de gestion, ou sont rétrocédés à la société de gestion lorsque la holding est adossée à l'une d'elles. Ils couvrent les coûts liés à la sélection des dossiers et au montage des investissements.

Ces frais sont exprimés le plus souvent en pourcentage du montant investi dans la PME cible. Ils s'élèvent par exemple à 6 % dans la holding n°3 (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes).

---

<sup>15</sup> Le quota d'investissement dans les PME éligibles étant fixé à au moins 90 % des souscriptions.

## Annexe IV

Sur l'échantillon de dix holdings sélectionnées par la mission, six holdings prélèvent un « frais de montage » sur les PME cibles. Une holding facture également une commission d'assistance à la maîtrise d'ouvrage sur les investissements réalisés par les PME cibles.

### **2.1.1.2. Des frais récurrents destinés principalement à rémunérer l'équipe de gestion**

#### **2.1.1.2.1. La rémunération de l'équipe de gestion emprunte différentes modalités de prélèvement sur les PME cibles de la holding**

La rémunération de l'équipe de gestion chargée de la sélection et du suivi des dossiers d'investissement est le principal poste de charge des holdings ISF PME.

En effet, comme cela a été souligné (cf. 2.1.1.1.2 ci-dessus), les charges légales récurrentes sont généralement couvertes par la trésorerie de précaution initiale.

De plus, contrairement aux FCPI et aux FIP, les holdings n'ont pas à supporter de frais de transaction (« frais liés au suivi des participations », cf. 1.1.4. ci-dessus). En effet, investissant l'intégralité de leurs capitaux dans des PME éligibles, elles ne peuvent pas placer les capitaux levés sur des marchés financiers. Elles n'ont donc pas à supporter les coûts afférents.

De même, les holdings ne supportent pas de frais indirects (pas d'investissement dans d'autres véhicules de capital-risque).

Pour assurer la rémunération de l'équipe de gestion, la plupart des holdings de l'échantillon prélèvent une commission récurrente.

Toutefois, le capital non investi dans des PME éligibles et sur lequel les holdings pourraient prélever des frais et commissions récurrentes s'élevant au maximum à 10 % des souscriptions<sup>16</sup> (cf. 2.1.1.1.2 ci-dessus), il n'est pas suffisant pour couvrir leurs charges récurrentes jusqu'au terme de la période de blocage<sup>17</sup>. Par conséquent, le prélèvement de la rémunération récurrente des holdings emprunte deux canaux différents :

- ◆ le prélèvement sur chaque PME cible d'un dividende annuel, exprimé en pourcentage du montant des investissements ;
- ◆ la facturation de prestations de conseil récurrentes aux PME cibles, ces prestations étant également exprimées en pourcentage du montant des investissements. Ainsi, la holding n°2 prélève une commission de 3,75 % hors taxes (HT) du montant des investissements au titre de la rémunération de l'équipe de gestion (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) ;

Parfois, ces modalités se combinent. Ainsi, la holding n°3 (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) prélève des frais récurrents de gestion d'un montant total de 5 % par an du montant des investissements, qui se ventilent de la façon suivante :

- ◆ 1 % prélevé directement sur chaque PME (commission de conseil) et qui rémunère l'équipe de gestion ;
- ◆ 4 % versés sous forme de dividende annuel (exprimé lui aussi en pourcentage du montant des investissements) répartis ainsi qu'il suit :
  - 1,5 % de rétrocession à la distribution ;
  - 0,5 % versés à l'équipe de gestion ;

<sup>16</sup> C'est sur ce capital qu'est prélevée la « trésorerie de précaution » évoquée ci-dessus.

<sup>17</sup> Les fonds ne sont pas confrontés à la même contrainte puisque leur quota d'investissement dans les PME éligibles est limité à 60 %. Ils peuvent donc placer les 40 % restants dans des titres financiers qu'ils liquident au gré de leurs besoins, le produit de ces liquidations constituant les frais et commissions perçus par les fonds.

## Annexe IV

- 2 % conservés par la holding pour couvrir ses frais de gestion annuels (commissaire aux comptes, dépositaire, frais d'impression...).

Par ailleurs, certaines équipes de gestion font le choix de décaler dans le temps le prélèvement de la commission de gestion récurrente afin de ne pas fragiliser la réserve de trésorerie de la holding. Ainsi, l'équipe de gestion de la holding n°7 (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) ne prélève sa commission récurrente de gestion qu'à partir du moment où la holding perçoit des liquidités (sous la forme du versement de dividendes par les PME cibles ou de la cession des participations) qui permettent de garantir la couverture des coûts légaux récurrents par la trésorerie de précaution initiale jusqu'à la fin de vie de la holding - en pratique, la commission de gestion récurrente est ainsi prélevée à partir du troisième exercice. Toutefois, lors de la dissolution de la holding, cette commission récurrente de gestion est prélevée rétroactivement sur les premiers exercices. Un tel mécanisme équivaut à un prélèvement annuel de la commission de gestion pour le souscripteur.

L'hétérogénéité de ces modalités de facturation est une source de complexité qui peut s'avérer préjudiciable à la bonne information de l'investisseur : celui-ci ne peut en effet prévoir le montant des rémunérations qui seront prélevées par chaque holding, ni comparer ces rémunérations entre holdings.

En outre, la facturation de prestations aux filiales des holdings soulève plusieurs difficultés :

- ♦ elle permet à la holding de limiter le volume de la trésorerie de précaution pour couvrir ses charges récurrentes. Or les prestations facturées, contrairement à la réserve de trésorerie, ne viennent pas diminuer le montant de capital investi dans des PME éligibles et donc le montant de la réduction d'impôt accordée aux contribuables<sup>18</sup>. Le mécanisme de facturation aux PME cibles conduit ainsi les holdings qui y recourent à bénéficier d'un avantage concurrentiel supplémentaire en matière fiscale par rapport aux autres holdings ou par rapport aux fonds ;
- ♦ elle conduit la holding à faire reposer sa rémunération sur ses filiales, et non pas sur ses souscripteurs. Les PME cibles se voient donc appliquer des charges supplémentaires alors même que les dispositifs fiscaux « Madelin » et « TEPA » ont été conçus pour renforcer les fonds propres de PME réputées fragiles financièrement ;
- ♦ elle constitue un prélèvement indolore sur le capital des souscripteurs. En effet, si les prestations facturées aux PME n'ont en apparence aucun lien avec des prélèvements sur le capital des souscripteurs, elles contribuent toutefois à imputer des charges supplémentaires aux PME, donc à dégrader leur valorisation, ce qui diminue indirectement la valeur des titres des souscripteurs. Cette forme de rémunération affecte le rendement de leur investissement, mais de façon peu transparente.

### *2.1.1.2.2. La rémunération récurrente du distributeur prend la forme d'une rétrocession d'une partie de la commission de gestion*

Six holdings sur dix versent une rémunération récurrente au distributeur, en complément de la rémunération d'entrée. Il s'agit systématiquement d'une rétrocession d'une fraction de la commission de gestion récurrente destinée à rémunérer l'équipe de gestion. Elle oscille entre 1 % et 1,50 % du montant des investissements (cf. annexe VI relative à la distribution).

---

<sup>18</sup> L'instruction fiscale 7 S-3-08 précitée précise, dans son paragraphe 174, que le montant de l'avantage fiscal est calculé sur la base du « montant des versements effectués par la société holding au titre de souscriptions au capital initial ou d'augmentations de capital de sociétés éligibles ». Les frais prélevés sur les sociétés cibles ne sont pas déduits de cette assiette fiscale.

## Annexe IV

### *2.1.1.2.3. D'autres frais récurrents peuvent également être prélevés*

Certaines holdings prélèvent des frais récurrents destinés à couvrir les charges légales (frais de commissaire aux comptes, frais juridiques etc.), soit à la place de la trésorerie de précaution lorsqu'elle n'existe pas (par exemple la holding n°2), soit en complément de celle-ci (par exemple la holding n°6, qui ajoute à la trésorerie de précaution de 2 % une commission récurrente de frais légaux de 3,50 % par an ; cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes). Ces frais empruntent les mêmes canaux de prélèvement que ci-dessus (2.1.1.2.1.).

D'autre part, des holdings prévoient des commissions récurrentes de performance visant à intéresser l'équipe de gestion à la performance des sociétés dans lesquelles elles investissent. Par exemple, la holding n°10 (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) prélève sur ses filiales une commission de performance égale à une fraction du surplus de résultat avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions (*EBITDA*) par rapport aux investissements. Cette forme de financement est justifiée par l'équipe de gestion par la nature de la holding (structure de conseil technique spécialisée dans les centrales photovoltaïques) nécessitant de rémunérer une activité d'ingénierie en complément de l'activité de gestion de capitaux : la commission de performance incite l'équipe d'ingénierie à optimiser les investissements (la compression des coûts d'investissements permettant de dégager un surplus d'*EBITDA*).

### *2.1.1.3. Une commission de surperformance proche de celle des fonds*

Huit holdings sur dix prélèvent une commission de surperformance. Celle-ci repose sur un mécanisme proche de celui des fonds – prélèvement par l'équipe de gestion d'une quote-part sur le boni de liquidation – même si les modalités de mise en œuvre peuvent en diverger (par exemple le montant de 1 % de prises de participations de l'équipe de gestion imposé aux FCPI et FIP par l'article 150-0 A du code général des impôts ne s'applique pas aux holdings).

Cette commission s'élève majoritairement à 20 % de la plus-value. Toutefois, une holding de l'échantillon prélève une commission de 10 % (holding n°5 ; cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes). Il convient de rappeler que, contrairement aux FCPI et FIP, les commissions de surperformance prélevées par les holdings ISF PME ne sont pas limitées à 20 % de la plus-value (cf. 1.1.6. ci-dessus).

Par ailleurs, aucune holding de l'échantillon ne prélève de frais de rachat.

### *2.1.2. La durée de vie des holdings est plus courte que celle des fonds*

Les holdings sont créées pour une durée de vie souvent plus courte que les FCPR : la plupart d'entre elles sont liquidées dès l'expiration de la période de blocage légale (soit 5 ans) alors que les FCPR sont souscrits majoritairement pour une période de 8 ans prorogable 2 ans.

Ce mode de fonctionnement découle de la prédominance des facturations de prestations aux filiales dans le modèle économique des holdings. Lorsque les parts dans les PME cibles sont liquidées au profit d'autres investissements, par exemple des investissements dans des SICAV ou dans des OPCVM monétaires, les holdings perdent la source principale de leur rémunération, contrairement aux FCPR qui continuent à prélever chaque année un pourcentage du capital confié par leurs souscripteurs. Les holdings privilégient donc la restitution du capital à leurs souscripteurs dès l'expiration de la période légale de blocage.

## **2.2. Les frais prélevés ne sont pas suffisamment transparents pour l'investisseur**

### **2.2.1. Les règles de transparence applicables aux holdings sont limitées**

#### **2.2.1.1. Les souscripteurs de holdings sont couverts par le droit applicable aux sociétés commerciales et non pas par celui des OPCVM**

Les holdings sont des sociétés commerciales dotées de la personnalité morale qui peuvent prendre différentes formes (société anonyme, société en commandite par actions etc.). Elles ne constituent pas des OPCVM et ne relèvent donc pas de la directive « MIF » décrite ci-dessus.

Lorsqu'elles lèvent des capitaux au moment de la campagne d'ISF ou d'impôt sur le revenu, les holdings ISF PME procèdent à une offre au public de titres financiers<sup>19</sup>. Les holdings sont donc couvertes par le droit commun des offres au public de titres financiers des sociétés commerciales.

Les règles d'information du public en cas d'offre au public de titres financiers d'une société commerciale sont issues de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, appelée « directive prospectus ». Elles ont été transposées en droit français par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie dite « loi Breton » et par le règlement général de l'AMF publié le 8 septembre 2005 (modifications du Livre II).

Elles sont complétées, en ce qui concerne le contenu du prospectus destiné au public, par le règlement (CE) n°809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE. Ce règlement est d'application directe en droit national depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2005.

L'AMF a publié le 13 décembre 2005 une instruction<sup>20</sup> qui précise la portée de ces dispositions et fixe le cadre des règles de transparence applicables aux sociétés commerciales qui procèdent à une augmentation de capital.

#### **2.2.1.2. Ces règles ne prévoient pas de dispositions spécifiques aux frais de gestion**

En cas d'offre au public de titres financiers, le prospectus distribué par les holdings doit recevoir un visa préalable de l'AMF.

Ce document vise à informer le souscripteur de la situation de l'entreprise, de son organisation et de son modèle économique. Il ne prévoit pas de dispositions particulières pour les sociétés dont l'objet est d'investir dans d'autres sociétés et dont la rémunération est assise sur le prélèvement de commissions sur le capital des souscripteurs ou des sociétés cibles de l'investissement. Par conséquent, il n'impose pas de rubrique spécifique aux « frais et commissions » contrairement à la notice d'information des FCPI et FIP.

---

<sup>19</sup> Il s'agit du nouveau nom de l'appel public à l'épargne instauré par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009.

<sup>20</sup> Instruction n°2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé.

## Annexe IV

Les rubriques du prospectus où des informations relatives aux frais et commissions prélevés par la holding ISF PME sont susceptibles d'être trouvées sont les suivantes :

- ◆ la rubrique intitulée : « trésorerie et capitaux » relative à la source et au montant des flux de trésorerie de la société émettrice, ainsi qu'à ses conditions d'emprunt et à sa structure de financement (paragraphe 10 de l'annexe I du règlement (CE) n°809/2004 de la Commission du 29 avril 2004) ;
- ◆ la rubrique intitulée : « rémunération et avantages » relative à la rémunération des membres des organes dirigeants et des associés de la société (paragraphe 15) ;
- ◆ la rubrique intitulée : « informations financières concernant le patrimoine, la situation financière et les résultats de l'émetteur ». Elle détaille les informations historiques relatives au financement de la société (bilan, compte de résultat, tableau de financement...), ainsi que la politique de distribution des dividendes (paragraphe 20) ;
- ◆ la rubrique intitulée : « informations complémentaires » (paragraphe 21).

Le souscripteur d'une holding ISF PME ne dispose donc pas d'une vision agrégée des frais et commissions qui seront prélevés sur son capital ou sur les sociétés dans lesquelles son capital est investi (et qui diminuent d'autant la valeur de ces sociétés et donc la valeur liquidative des parts qui y ont été acquises). L'information relative à la rémunération de la holding est dispersée dans le prospectus, souvent peu lisible et incomplète. *A fortiori*, le souscripteur ne dispose pas d'un tableau récapitulatif de l'ensemble des frais prélevés, ni d'un taux agrégé des frais. Il n'est donc pas en mesure de procéder à l'évaluation des frais de gestion et à leur comparaison entre différentes holdings.

### 2.2.2. Les frais et commissions indiqués dans les prospectus des holdings sont souvent incomplets ou entachés d'inexactitudes

Dans le cadre de ses investigations, la mission a pu constater que :

- ◆ de nombreuses imprécisions existaient au sujet de l'assiette des frais, soit que celle-ci n'était pas explicitée, soit que des informations contradictoires étaient fournies dans les différentes parties des documents destinés à l'information du souscripteur. Par exemple, l'assiette de la commission de conseil aux PME cibles de la holding n°3 est définie comme le « *montant des souscriptions réalisées au capital des entreprises* » à la page 5 du prospectus, le « *montant des investissements en cours* » à la page 59 de ce même prospectus et « *l'actif net* » dans la brochure commerciale (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) ;
- ◆ des imprécisions apparaissaient également quant à la nature, hors taxes ou toutes taxes comprises, des frais prélevés. C'est par exemple le cas de l'honoraire de sélection et d'investissement de 6 % prélevé par la holding n°9 (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) ;
- ◆ des ambiguïtés existaient quant à la justification de certains frais ou à la réalité de leur prélèvement. Ainsi la notice d'information de la holding n°2 indique que les frais de fonctionnement de la holding « *seront couverts par le capital social initial, les remontées éventuelles de dividendes ou les produits de cession issus des PME éligibles, et le cas échéant par des facilités de crédit* ». Toutefois, le prospectus, dans sa section consacrée aux charges de fonctionnement de la holding, ajoute que la société de conseil en investissement prélèvera chaque année 1,5 % HT des investissements réalisés par la holding « *au titre des analyses financières des investissements réalisés* » (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) ;

#### Annexe IV

- ◆ certaines informations manquaient ou étaient erronées : le prospectus de la holding n° 3 renvoie, en sa page 40, le détail de la rémunération prélevée sur la PME cible, à un « paragraphe 14.3 » qui traite en réalité des « *condamnation pour fraude, procédure de liquidation, sanctions à l'égard des membres des organes d'administration* » (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes). De même, le droit d'entrée de 5 % prélevé par la holding n°1 n'est pas mentionné dans le prospectus ou dans la plaquette d'information (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) ;
- ◆ enfin, des frais « balais » étaient prévus qui empêchent toute prévisibilité *ex ante*. Le prospectus de la holding n°10 (cf. tableau 3 – Liasse des pièces jointes) annonce ainsi, page 93 : « *Le Gérant est, par ailleurs, remboursé de toutes les dépenses et frais de toute nature qu'il engage dans l'intérêt de la Société [la Holding]* ».



### **3. La mission propose d'enrichir la documentation des FCPR agréés, d'aligner les obligations des holdings sur celles des fonds et de fournir aux souscripteurs de nouveaux outils d'information**

#### **3.1. Compléter les notices d'information des FCPR agréés**

La mission propose plusieurs mesures pour enrichir et rendre plus accessibles les documents des fonds et des holdings. Ces mesures peuvent être prises séparément. Elles peuvent également être cumulatives, notamment dans la perspective d'un renforcement progressif des exigences de transparence imposées à ces véhicules d'investissement.

##### **3.1.1. Objectif de la mesure**

Malgré des améliorations importantes, l'instruction AMF du 4 juin 2009 ne permet pas au souscripteur de disposer d'une transparence totale sur les frais de gestion prélevés par le fonds. En particulier, il ne dispose pas d'une vision synthétique de l'ensemble des frais qui seront prélevés sur son capital au cours de la vie du fonds (cf. 1.2.4. ci-dessus).

Les mesures présentées ci-dessous visent donc à enrichir l'information contenue dans les notices d'information des fonds afin de renforcer la comparabilité des frais de gestion prélevés par ceux-ci et renforcer la concurrence.

##### **3.1.2. Description de la mesure et modalités de mise en œuvre**

La mission propose de compléter les notices d'information des fonds par deux outils complémentaires.

###### **3.1.2.1. Inclusion d'un taux de frais annuel moyen (TFAM) dans les notices d'information**

Le premier de ces outils serait un indicateur synthétique des frais prélevés par les différents acteurs (société de gestion, distributeur, fonds...) au cours de la vie du fonds. Cet indicateur fournirait au souscripteur une visibilité claire du prélèvement opéré sur son capital par ces acteurs et lui permettrait de comparer aisément les frais facturés d'un fonds à l'autre à partir des hypothèses de capital de souscription et de durée de l'investissement qui lui conviennent.

Outre le TEG mentionné ci-dessus (cf. 1.2.4.), il existe un indicateur synthétique fréquemment retenu pour les produits financiers et plus particulièrement dans le secteur du capital-risque : le TFE (« *taux de frais sur encours* ») ou TER en anglais (« *total expense ratio* »).

La Commission européenne a publié le 27 avril 2004 une recommandation non contraignante<sup>21</sup> qui définit précisément ce concept et en fixe les modalités de calcul. Elle définit le TFE de l'OPCVM comme « *le rapport entre son coût total d'exploitation et son actif net moyen* » (annexe I point 1). Le TFE inclut notamment les frais de gestion, les frais de dépositaire, les frais d'audit et les frais de distribution. Il est indiqué dans les documents d'information des fonds dans plusieurs pays, par exemple au Royaume-Uni et au Portugal pour ce qui est de l'Union européenne. On le retrouve sous la même forme aux États-Unis ou encore au Canada.

---

<sup>21</sup> Recommandation n°2004/384/CE du 27 avril 2004, annexe I, point 3. Cette recommandation, prise en application de la directive n°85/611/CEE dite « UCITS », ne concerne pas directement les FCPI et FIP qui sont

## Annexe IV

Le TFE permet au souscripteur de disposer d'une vision agrégée des frais de gestion qui sont prélevés sur son capital. Il contribue à ce titre à renforcer la transparence des frais de gestion.

Toutefois, tel qu'il est défini dans la recommandation communautaire et pratiqué au niveau international, le TFE présente deux inconvénients :

- ♦ il n'est pas conçu comme un instrument d'information *ex ante* destiné à éclairer un souscripteur qui souhaite comparer plusieurs produits avant d'engager son investissement. En effet, il est calculé *ex post*, sur la base du résultat d'exploitation de l'OPCVM. La recommandation 2004/384/CE dispose ainsi (annexe I point 3.1.) : « *Le TFE est calculé ex post au moins une fois par an, généralement par référence à l'exercice comptable de l'OPCVM* » ;
- ♦ il ne couvre qu'une partie des frais prélevés sur le capital du souscripteur. Ainsi, non seulement les droits d'entrée et de sortie, mais également les frais de transaction, sont explicitement exclus de l'assiette du TFE (annexe I point 2.3. de la recommandation communautaire). Celui-ci recouvre en fait la catégorie des « frais récurrents de gestion et de fonctionnement » prévue par l'instruction AMF du 4 juin 2009 augmentée des frais indirects et, le cas échéant, des frais de constitution.

Il est donc apparu nécessaire à la mission de proposer un nouvel indicateur synthétique des frais de gestion. Calculé *ex ante*, il couvrirait l'ensemble des frais prélevés sur le capital du souscripteur, y compris les droits d'entrée et la commission de constitution. Il pourrait s'inspirer d'indicateurs utilisés dans le cadre d'études économiques internationales, par exemple le TSC (« *total shareholder charges* ») – qui ajoute au TFE les droits d'entrée et de sortie lissés sur la durée de vie du fonds – utilisé dans l'étude de Khorana, Servaes et Tufano (2006)<sup>22</sup>.

Baptisé taux de frais annuel moyen (TFAM), il serait inséré dans la notice d'information des fonds et dans la notice d'information des holdings (cf. 3.2. ci-dessous).

Le TFAM inclurait l'ensemble des frais récurrents ou prélevés sur une base annuelle (frais récurrents de gestion, frais liés aux participations, frais indirects) et non récurrents (droits d'entrée, commission de constitution, frais de rachat) à l'exception du *carried interest*, celui-ci étant prélevé dans des conditions spécifiques (plus-value nette lors de la liquidation du fonds). Il reprendrait donc le mode de calcul retenu par la mission pour calculer le montant des frais prélevés par les fonds et les holdings (cf. annexe V relative au montant des frais de gestion). Il impliquerait notamment que les sociétés de gestion harmonisent au préalable l'assiette de tous les frais de gestion (commission de constitution, frais indirects et frais liés aux participations) sur celle de la commission récurrente de gestion, c'est-à-dire sur le montant des souscriptions et que tous les frais de fonctionnement soient exprimés selon une périodicité annuelle (taux de frais prélevés chaque année).

Le TFAM serait calculé selon des modalités harmonisées par l'AMF (cf. encadré 1).

---

couverts par la directive « MIF ». Elle s'applique toutefois à des produits proches et constitue à ce titre un modèle transposable.

<sup>22</sup> A. Khorana, H. Servaes et P. Tufano, « *Mutual funds fees around the world* », HBS Finance Working Paper No. 901023, 7 mai 2006.

**Encadré 1 : Modalités de calcul du TFAM pour les fonds**

Le TFAM consiste à exprimer l'ensemble des frais prélevés en un taux annuel moyen maximum (car calculé sur la base des *maxima* indiqués dans les documents d'information). Le TFAM permet au souscripteur de savoir que, au maximum, le fonds prélèvera x % de son capital par an.

Le calcul du TFAM reposerait sur deux hypothèses de durée de l'investissement :

- ◆ une durée de cinq ans qui correspond à la durée minimum d'investissement fixée par la loi et à la durée proposée par la mission pour calculer le plafond de frais de gestion (cf. annexe V relative au montant des frais de gestion). En effet, cette durée a l'avantage de concerner tous les produits d'investissement, fonds comme holdings ; le TFAM calculé sur cinq ans pourrait donc être comparé pour tous les produits ;
- ◆ une durée choisie par le fonds et correspondant à la durée d'investissement recommandée par celui-ci (si cette durée n'est pas de cinq ans).

Le TFAM remplirait les conditions suivantes :

- ◆ il s'agirait d'un taux exprimé en pourcentage ;
- ◆ ce serait un taux annuel moyen et non pas un taux cumulé ;
- ◆ les frais retenus seraient les *maxima* prévus dans les documents d'information ;
- ◆ il serait l'objet d'un taux d'actualisation défini par l'AMF en association avec la profession.

Sur cette base, le TFAM pourrait être calculé par les sociétés de gestion en trois étapes :

- ◆ somme des taux de frais initiaux non récurrents (prélevés en t0 : droits d'entrée, frais de constitution, autres frais initiaux) et le cas échéant, des taux frais de rachat (prélevés lors de la dernière année ; ils seraient exprimés en pourcentage du montant des souscriptions, et non pas de la valeur liquidative, afin que le TFAM ne dépende pas d'hypothèses de rendement du fonds), la somme étant rapportée au nombre d'années de détention des parts (durée de cinq ans et durée choisie par le fonds) ;
- ◆ somme du résultat ainsi obtenu avec la somme des taux de frais récurrents et des taux de frais prélevés chaque année pendant la durée de détention des parts ;
- ◆ application du taux d'actualisation.

$$TFAM_5 = \frac{1}{(1+r)^5} \times \left( \frac{\Sigma fi + \Sigma fs}{5} + \Sigma fr \right)$$

$$TFAM_{DR} = \frac{1}{(1+r)^{dr}} \times \left( \frac{\Sigma fi + \Sigma fs}{dr} + \Sigma fr \right)$$

Où TFAM<sub>5</sub> représente le TFAM calculé pour une durée de détention des parts de cinq ans, TFAM<sub>DR</sub> le TFAM calculé pour la durée de détention des parts recommandée par le fonds, Σfi la somme des taux de frais initiaux, Σfs la somme des taux de frais de sortie prélevés le cas échéant lors de la liquidation des parts (exprimés en pourcentage des souscriptions), Σfr la somme des taux des frais récurrents et des frais prélevés chaque année (frais de gestion et de fonctionnement, frais liés aux participations, frais indirects), dr le nombre d'années de détention des parts recommandée par le fonds et r le taux d'actualisation.

Il est proposé d'exclure le *carried interest* du TFAM dans la mesure où il n'est prélevé que si le fonds réalise une plus-value lors de sa liquidation.

*Source : Mission.*

## Annexe IV

Le TFAM devrait être présenté dans la rubrique de la notice d'information consacrée aux frais de gestion (cf. tableau 4). Il permettrait d'obtenir un taux de frais moyen maximum indépendant d'hypothèses de rendement du fonds. Il serait précédé de la mention suivante :

« Le tableau suivant vous présente le taux de frais moyen maximum qui sera prélevé chaque année sur votre capital par les différents acteurs (société de gestion, distributeur, fonds) pour une durée d'investissement de cinq ans et pour la durée d'investissement recommandée par le fonds ».

**Tableau 4 : Présentation du TFAM dans la notice d'information**

### Taux de frais annuel moyen prélevé par le fonds

TFAM (taux de frais annuel moyen)	Détention des parts de cinq ans	Détention des parts de ... ans <sup>23</sup>
	XX %	YY %
<b>Ces taux sont majorés par une commission de surperformance de ... % (« <i>carried interest</i> ») si la performance du fonds est positive. Cette commission est prélevée sur la plus-value lors de la liquidation des parts.</b>		

### 3.1.2.2. Inclusion d'un exemple numérique dans les notices d'information

Il est proposé d'accompagner le TFAM d'un exemple numérique. Celui-ci indiquerait le montant de capital restitué à la sortie et le montant des frais prélevés au cours de la vie du fonds à partir d'un exemple d'investissement.

Un tel exemple numérique est proposé dans de nombreux pays. Par exemple, aux États-Unis, le « tableau de frais » (*fee table*) de la partie A du prospectus comporte un exemple des frais qui seront prélevés par le fonds sur une période d'investissement de 1 an, 3 ans, 5 ans et 10 ans à partir d'une hypothèse d'investissement de 10 000 \$ et d'une hypothèse de rendement du fonds de 5 % par an. Il est précédé de la mention suivante : « *Cet exemple vise à vous aider à comparer le coût d'un investissement dans ce fonds avec le coût d'un investissement dans d'autres fonds* ».

L'exemple numérique serait calculé pour plusieurs durées de détention des parts (par exemple la durée légale de cinq ans et la durée recommandée par le fonds comme pour le TFAM) et à partir de différentes hypothèses de progression de la valeur liquidative du fonds (par exemple : une hypothèse de performance élevée ; une hypothèse de performance stable, autour de l'inflation ; une hypothèse de forte dégradation de la valeur liquidative). Dans les scénarios de performance positive, l'exemple numérique inclurait le *carried interest* prélevé sur la plus-value lors de la liquidation des parts.

L'exemple numérique complèterait utilement le TFAM car il donnerait une traduction concrète de celui-ci (le souscripteur disposerait ainsi d'un ordre de grandeur du montant de frais que prélèvera le fonds sur la durée de l'investissement). Le souscripteur pourrait rapprocher ce montant de frais du montant de capital qu'il récupérerait lors de la liquidation du fonds.

<sup>23</sup> Durée d'investissement recommandée par le fonds.

### 3.1.2.3. Modalités de mise en œuvre de ces deux mesures

Pour ce qui concerne les fonds, l'instauration du TFAM et de l'exemple numérique suppose que l'AMF prenne une nouvelle instruction qui remplace l'instruction n°2009-05 du 4 juin 2009. Il est proposé de profiter de cette modification pour prévoir l'inclusion du *carried interest* dans la rubrique relative aux droits d'entrée et de sortie et dans le tableau de synthèse afférent.

Quant aux holdings, le TFAM et l'exemple numérique leur seraient imposés dans le cadre de l'instruction AMF « holdings » prise sur le fondement des articles 885-0 V *bis* et 199 *terdecies*-0 A modifiés du code général des impôts (cf. 3.2.2.1. ci-dessous).

### 3.1.3. Avantages et impacts de la mesure

Le TFAM fournirait une avancée significative en matière de transparence des frais puisqu'il s'agirait d'un taux moyen calculé indépendamment d'hypothèses de rendement du fonds. Le souscripteur pourrait donc déterminer à l'avance l'ensemble des frais qui seront prélevés au maximum sur son capital et comparer ce taux d'un fonds à l'autre.

Le souscripteur pourrait appliquer ce taux aux hypothèses les plus proches de sa situation ou de ses souhaits (montant de capital investi, taux de rendement...).

L'existence d'un calculateur numérique l'aiderait à comprendre le mode de calcul du TFAM et l'interprétation qu'il convient d'en faire.

L'inclusion d'un TFAM et d'un exemple numérique entraînerait donc une amélioration sensible de la prévisibilité et de la comparabilité des frais de gestion. Il en résulterait une pression à la baisse des frais de gestion.

### 3.1.4. Inconvénients et risques de la mesure

Le TFAM et l'exemple numérique supposent que les assiettes des différents types de frais et leur périodicité aient été préalablement harmonisées (cf. 3.1.2.1. ci-dessus).

Ils impliquent également de retenir des conventions (prise en compte du plafond lorsque les frais sont exprimés en *maxima*, choix d'hypothèses de rendement dans le cas de l'exemple numérique...) qui peuvent être contestables ; de même, il est difficile d'intégrer les pratiques commerciales (non prélèvement de certains frais par exemple) dans le cadre du TFAM ou de l'exemple numérique. Ainsi, ces derniers reflèteront le montant (ou le taux) maximum des frais pouvant être prélevés sur le capital du souscripteur, mais pas nécessairement les frais réellement prélevés sur la durée de vie du produit.

Par ailleurs, l'inclusion du TFAM et de l'exemple numérique dans les notices d'information des fonds suppose que l'AMF adopte une nouvelle instruction relative aux FCPR agréés. Même si les modifications proposées sont de faible ampleur et ne bouleversent pas l'économie générale de l'instruction actuelle, l'adoption d'une nouvelle instruction quelques mois après l'entrée en vigueur de celle-ci est une source d'instabilité pour les acteurs du marché. Cependant, cet inconvénient est limité par le fait que la plupart des produits sont conçus et commercialisés à l'approche des campagnes d'imposition, en avril pour l'ISF et en septembre pour l'IR. La prochaine campagne concernant les fonds et les holdings étant close en juin 2010 (ISF 2010), peu de sociétés de gestion ont déjà procédé à la conception des nouvelles notices d'information.

S'agissant des holdings, l'adoption du TFAM et de l'exemple numérique ne pourra se faire à court terme compte-tenu de la nécessité d'aligner préalablement le régime de présentation des frais des holdings sur celui des fonds.

## Annexe IV

Enfin, le TFAM et l'exemple numérique auront pour principale conséquence d'indiquer plus clairement le montant réel des frais qui sont prélevés dans les véhicules de capital-risque. Or la mission a montré que ces frais sont en moyenne plus élevés que pour les autres produits d'investissement (cf. annexe V relative au montant des frais). Cette transparence accrue sur ces seuls produits pourrait avoir pour conséquence de détourner les investisseurs de ces produits au profit, par exemple, des SICAV actions ou de l'assurance-vie. Ce risque est toutefois paru limité à la mission compte-tenu de la persistance d'un avantage fiscal puissant qui confère aux fonds et aux holdings un avantage de rendement très significatif par rapport aux autres produits. De plus, cette difficulté pourrait être contournée si le principe du TFAM était étendu à une gamme de produits plus large.

### **3.2. Élaborer une instruction AMF sur les holdings ISF PME qui impose à ces dernières les mêmes règles de transparence que les FCPI et FIP agréés**

#### **3.2.1. Objectif de la mesure**

Les holdings ISF PME s'adressent aux mêmes investisseurs que les FCPI et FIP pour fournir des prestations identiques – un placement du capital dans des PME sur une durée longue en contrepartie d'un avantage fiscal significatif (mais plus élevé pour les holdings). Il paraît donc nécessaire que les souscripteurs des holdings bénéficient au moins du même niveau d'information que ceux des fonds, notamment sur les frais.

Cet alignement du niveau d'information est d'autant plus justifié que les investissements dans les holdings sont plus risqués (nombre plus limité de PME cibles, absence de ratios de diversification des risques...) et que le montant de l'avantage fiscal est plus important.

Dans ces conditions, la mission estime que les holdings doivent se voir imposer le même type d'obligations que les fonds en matière d'information du souscripteur.

L'objectif de la mesure proposée par la mission est double :

- ◆ fournir au souscripteur d'une holding une information exhaustive sur les frais qui seront prélevés par celle-ci à toutes les étapes de son existence ;
- ◆ faire en sorte que cette information soit lisible, accessible et facilement exploitable.

#### **3.2.2. Description de la mesure et modalités de mise en œuvre**

##### **3.2.2.1. Format du document d'information fourni par les holdings**

Une première option pourrait consister à modifier le prospectus diffusé par les holdings lors de l'offre au public de titres financiers, notamment en imposant l'insertion d'une rubrique « frais et commissions » comme elle existe pour les fonds. Toutefois, la mission a choisi d'écarter cette piste pour trois raisons :

- ◆ comme cela a été souligné plus haut, le prospectus diffusé aux souscripteurs de holdings ISF PME n'est pas propre à celles-ci : il s'agit du prospectus prévu pour toutes les sociétés commerciales qui procèdent à une offre au public de titres financiers. Les nouvelles informations qui y seraient insérées pour le cas particulier des holdings ISF risqueraient d'être inadaptées à la grande majorité des cas où ils sont utilisés ;
- ◆ plus particulièrement, le format et le contenu du prospectus sont définis de façon très précise par des textes communautaires, notamment la directive « prospectus » et le règlement 809/2004. L'introduction d'une rubrique consacrée aux frais et commissions imposerait une modification des textes communautaires ;

## Annexe IV

- ◆ enfin, le prospectus des holdings est un document technique et volumineux (souvent plus de cinquante pages), peu accessible à l'investisseur non familier de ce type de produits. L'objectif d'une plus grande accessibilité de l'information pour le souscripteur implique de lui fournir un document plus court, moins détaillé, mais qui lui permette d'accéder rapidement aux principales données.

La mission a donc privilégié une seconde option, consistant à imposer la diffusion d'un deuxième document pour les seules holdings ISF. Cette option correspond à celle retenue par la proposition de loi adoptée au Sénat le 29 juin 2009<sup>24</sup> qui introduit dans le 1<sup>o</sup> bis A de son article 1<sup>er</sup> l'obligation de diffuser aux souscripteurs un document d'information complémentaire pour les holdings ISF PME. Cette nouvelle disposition est libellée ainsi : « f) La société communique à chaque investisseur, avant la souscription de ses titres, un document d'information précisant notamment la période de conservation des titres pour bénéficiaire de l'avantage fiscal visé au 1, les modalités prévues pour assurer la liquidité de l'investissement au terme de la durée de blocage, les risques générés par l'investissement et la politique de diversification des risques, les règles d'organisation et de prévention des conflits d'intérêts, les modalités de calcul et la décomposition de tous les frais et commissions, directs et indirects, et le nom du ou des prestataires de services d'investissement chargés du placement des titres ».

Le nouveau document, appelé « notice d'information », obéirait à deux contraintes :

- ◆ être court pour rester accessible et lisible pour le souscripteur. La notice d'information étant diffusée en complément du prospectus, il n'est pas nécessaire qu'elle comporte un niveau d'information exhaustif ;
- ◆ reprendre la même structure que la notice d'information des FCPI / FIP afin de favoriser la comparaison et la mise en concurrence des différents véhicules d'investissement par le souscripteur.

La mission propose la structuration suivante pour la notice d'information des holdings, qui reprend celle de la notice d'information des fonds issue de l'instruction AMF du 4 juin 2009 :

### Encadré 2 : Plan type d'une notice d'information pour les holdings ISF PME

- 1. Avertissement de l'AMF** : rappel des principales caractéristiques du produit et de l'existence de risques pour le souscripteur.
- 2. Références** : dénomination et coordonnées des différents acteurs (holding, société de gestion, commissaire aux comptes, dépositaire...) et historique des précédentes holdings créées par la même société de gestion et/ou des précédentes augmentations de capital réalisées par la holding.
- 3. Feuille de route de l'investisseur** : récapitulatif des principales échéances pour le souscripteur, sur le modèle de la feuille de route prévue par l'instruction AMF du 4 juin 2009.
- 4. Informations concernant les investissements** : présentation succincte de la stratégie d'investissement de la holding (secteurs ou zones géographiques recherchés, phase de développement des PME cibles), rappel des risques auxquels est exposé le souscripteur.
- 5. Informations d'ordre économique** : présentation de l'ensemble des frais prélevés par la holding, qu'ils soient récurrents ou non récurrents, tableau de synthèse des frais, TFAM, exemple numérique.
- 6. Informations d'ordre commercial** : catégories de parts, modalités de souscription, modalités de rachat, date de clôture de l'exercice.
- 7. Informations complémentaires** : date de visa et date de publication du document, avertissement final.

*Source : Mission.*

<sup>24</sup> Proposition de loi visant à renforcer l'efficacité des avantages fiscaux au profit de la consolidation du capital des petites et moyennes entreprises.

## Annexe IV

Le mécanisme de mise en œuvre proposé par la mission est le suivant :

- ♦ une modification législative. Il s'agit de fournir à l'AMF une base légale pour qu'elle fixe le contenu de la nouvelle notice d'information des holdings par voie réglementaire (règlement général puis instruction). La mission propose de modifier le code général des impôts, conformément à la solution retenue par la proposition de loi adoptée au Sénat le 29 juin 2009. Il s'agit d'ajouter une obligation supplémentaire – la diffusion aux investisseurs de la notice d'information – parmi les conditions posées aux holdings pour qu'elles ouvrent droit à l'avantage fiscal. Cette solution a l'avantage de fournir une base légale à des contrôles *a posteriori* du contenu de la notice par les services fiscaux. Par rapport au texte adopté en première lecture au Sénat, il est proposé d'apporter trois modifications : d'une part, préciser que la nouvelle notice d'information vient s'ajouter au prospectus qui est déjà diffusé par les holdings ISF PME, afin d'éviter les risques de contournement de la mesure (des holdings pouvant considérer que les nouvelles informations demandées sont en réalité déjà fournies dans les prospectus distribués aux investisseurs) ; d'autre part, étendre l'obligation aux holdings IR pour que les contribuables qui investissent dans une holding afin de réduire leur impôt sur le revenu bénéficient des mêmes protections que les redevables de l'ISF. Enfin, il est proposé de reprendre les libellés des rubriques de l'instruction AMF du 4 juin 2009 dans l'énumération des informations requises pour le nouveau document afin de garantir un parallélisme de l'information délivrée par les FCPI et FIP d'une part et par les holdings d'autre part. Il est donc proposé d'insérer, après le *e* du 3 du I de l'article 885-0 *V bis* et le *b* du 3 du I de l'article 199 *terdecies-0 A* du code général des impôts un *f* (pour l'article 885-0 *V bis*) et un *c* (pour l'article 199 *terdecies-0 A*) ainsi rédigés : « *f) / c) La société communique à chaque investisseur, en complément du document prévu au I de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier, avant la souscription de ses titres, une notice d'information fournissant à l'investisseur des informations concernant les investissements, des informations d'ordre économique et des informations d'ordre commercial, dans des conditions prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Ce document est rédigé en français ou, dans les cas définis par le même règlement général, dans une autre langue usuelle en matière financière.* » ;
- ♦ une modification du règlement général de l'AMF. Au chapitre II<sup>25</sup> du Livre II<sup>26</sup> du règlement général de l'AMF, après l'article 212-42, il serait inséré une section 5 intitulée : « *Notice d'information* ». Cette section fixerait notamment les règles relatives au contenu de la notice, à son visa par l'AMF et à sa diffusion aux souscripteurs. L'article relatif au contenu du document comporterait la disposition suivante : « *Une instruction de l'AMF précise le contenu des rubriques de la notice d'information de l'émetteur.* » ;
- ♦ la publication d'une instruction de l'AMF. Celle-ci reprendrait la forme de l'instruction 2009-05 du 4 juin 2009 relative aux FCPI et FIP et fixerait les rubriques définies dans l'encadré 2.

La rubrique « frais et commissions » inclurait l'ensemble des frais prélevés par les holdings ISF pour assurer leur rémunération ou celle des acteurs associés (société de gestion, distributeur...), y compris la trésorerie de précaution initiale et le *carried interest*.

Cette rubrique contiendrait un tableau récapitulatif des frais, un taux de frais annuel moyen (TFAM) et un exemple numérique comme pour les notices des fonds.

---

<sup>25</sup> « *Information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers* ».

<sup>26</sup> « *Emetteurs et information financière* ».



### 3.2.2.2. Régime des dividendes

Certaines holdings assoient une partie de leur rémunération sur le prélèvement de dividendes récurrents sur leurs filiales, notamment *via* la souscription d'actions de préférence à dividende prioritaire lors de la négociation du pacte d'actionnaires (cf. 2.1.1.2.1. ci-dessus et holding n°3 – Tableau 3 – Liasse des pièces jointes).

Ce mode de rémunération peut fausser la comparabilité des frais, même en présence d'un TFAM. En effet, les dividendes ne sont pas calculables *ex ante*, d'une part parce qu'ils sont aléatoires, d'autre part parce que leur montant et leur fréquence ne dépendent pas uniquement de la holding, mais aussi des autres actionnaires de la filiale (sauf dans le cas d'actions à dividende prioritaire). Ils ne peuvent donc pas être inclus dans le TFAM. Dès lors, une holding pourrait afficher un TFAM inférieur aux frais qu'elle prélèvera réellement, puisque les éventuels dividendes perçus au cours de la période d'investissement et conservés par la holding viendraient s'ajouter aux frais qu'elle prélève par ailleurs.

Pour neutraliser le biais créé par cette hypothèse, il est proposé d'introduire la disposition suivante : dans le cas où les distributions<sup>27</sup> seraient conservées par la holding pour couvrir ses charges (charges légales, rémunération de l'équipe de gestion etc.) et non pas restituées au souscripteur, elles viendraient s'imputer sur les autres frais prélevés par la holding (frais et commissions prélevés sur le capital du souscripteur, prestations facturées aux filiales). Ce mécanisme est proche de celui retenu par l'AFIC dans son code de déontologie pour la déductibilité des prestations facturées par les sociétés de gestion des fonds aux PME cibles sur les frais de gestion facturés par ces fonds<sup>28</sup>.

La mise en œuvre de cette mesure reposerait sur le mécanisme suivant : le dernier alinéa du 3 du I des articles 885-0 V *bis* et 199 *terdecies*-0 A du code général des impôts serait complété par l'alinéa suivant : « *Les distributions perçues par la société de ses filiales et qui ne sont pas redistribuées aux souscripteurs au plus tard lors de la liquidation des parts sont assimilées à des frais et commissions. Elles diminuent d'un montant équivalent les autres frais et commissions que la société perçoit.* ». Pour ne pas introduire de distorsion de concurrence avec les fonds, il est proposé d'étendre cette disposition aux FCPI et FIP. L'alinéa précédent serait donc également ajouté au III de l'article 885-0 V *bis* et au VI de l'article 199 *terdecies*-0 A du code général des impôts, libellé ainsi : « *Les distributions perçues par le fonds des sociétés vérifiant les conditions prévues au 1 du I dans lesquelles l'actif du fonds a été investi et qui ne sont pas redistribuées aux souscripteurs au plus tard lors de la liquidation des parts sont assimilées à des frais et commissions. Elles diminuent d'un montant équivalent les autres frais et commissions que le fonds perçoit.* ».

Ainsi, le TFAM et l'exemple numérique seraient bien représentatifs des frais prélevés par la holding, même si celle-ci perçoit des dividendes au cours de la période d'investissement.

### 3.2.2.3. Traitement des facturations de prestations par les holdings à leurs filiales

Le calcul du TFAM peut être rendu complexe en raison des facturations de prestations aux PME cibles. Par conséquent, afin de favoriser la transparence et la comparabilité des frais des holdings, la mission propose deux options.

---

<sup>27</sup> La notion de distribution serait préférée à celle de dividende parce qu'elle est plus large au plan fiscal, et qu'elle permet d'englober toutes les situations (dividende, distributions extraordinaires, distributions occultes, rachat de ses propres titres par la société etc.).

<sup>28</sup> AFIC, *Code de déontologie des sociétés de gestion bénéficiant d'un agrément pour le capital investissement de leurs dirigeants et des membres de leur personnel*, paragraphe 1.5 « prestations de services assurées par le gestionnaire ou des sociétés qui lui sont liées ».

3.2.2.3.1. *Première option : interdiction des facturations de prestations aux filiales*

La première option consiste à interdire aux holdings la facturation de prestations à leurs filiales. A cette fin, l'avantage fiscal serait réservé aux seules holdings passives, c'est-à-dire celles « dont l'activité, de nature civile, est exclusivement limitée à la détention des parts ou actions de leurs filiales et au contrôle de leurs assemblées générales. » (paragraphe 68 de l'instruction fiscale 7 S-3-08 du 11 avril 2008). Une telle holding ne peut en effet percevoir d'autres rémunérations que celles liées à la détention (dividendes) et à la cession de ses parts ou actions (plus-values) dans les filiales.

Le législateur a entendu réserver l'avantage fiscal (ISF et IR) aux holdings qui ont « pour objet exclusif de détenir des participations dans des sociétés exerçant une des activités mentionnées au b du 1 [PME éligibles] » (b du 3 du I de l'article 885-0 V bis et b du 3 du I de l'article 199 terdecies-0 A du code général des impôts). Toutefois, l'instruction fiscale précitée a élargi l'application du dispositif aux holdings actives non animatrices, c'est-à-dire celles qui « outre la détention des titres de leurs filiales, poursuivent une activité supplémentaire juridiquement autonome par rapport à l'activité de leurs filiales. » (paragraphe 69 de l'instruction 7 S-3-08 précitée). C'est dans le cadre de cette « activité supplémentaire juridiquement autonome » que certaines holdings ISF PME exercent des prestations qu'elles facturent à leurs filiales.

Pour mettre fin à la facturation de prestations aux filiales par les holdings, il pourrait donc être proposé de supprimer le paragraphe 69 de l'instruction 7 S-3-08 du 11 avril 2008. Le cas échéant, cette mesure pourrait être complétée par un amendement de précision aux articles 885-0 V bis et 199 terdecies-0 A du code général des impôts.

Il résulterait de ces modifications que les holdings ISF PME ne pourraient plus couvrir leurs charges récurrentes que par deux moyens :

- ◆ la constitution d'une trésorerie de précaution initiale (cf. 2.1.1.1.2. ci-dessus) et/ou le prélèvement de frais récurrents sur le capital du souscripteur ;
- ◆ le prélèvement de dividendes sur les filiales dès lors que celles-ci sont en mesure d'en verser.

Pour que le modèle économique des holdings reste viable, il conviendrait en contrepartie d'élargir leur faculté de prélever des frais et commissions sur le capital des souscripteurs. Cela implique d'assortir l'interdiction des prestations facturées aux PME cibles d'une diminution du quota d'investissement dans les PME éligibles : si celui-ci était ramené à 80 % des souscriptions contre 90 % aujourd'hui, les holdings pourraient prélever jusqu'à 4 % par an de frais et commissions sur le capital du souscripteur au cours de la durée d'investissement par exemple.

Cette solution apporterait deux améliorations appréciables :

- ◆ compte-tenu de l'aléa lié au versement de dividendes, les holdings seraient fortement incitées à asseoir tout ou partie de leur rémunération sur des frais et commissions prélevés sur le capital du souscripteur, ce qui impliquerait qu'elles diminuent leur investissement dans des PME éligibles<sup>29</sup> et donc l'avantage fiscal offert aux souscripteurs. La généralisation des frais prélevés sur le capital des souscripteurs contribuerait donc à rétablir une égalité concurrentielle entre les holdings et les fonds ;

---

<sup>29</sup> La part non investie dans les PME éligibles étant prélevée soit en une seule fois (c'est le mécanisme de la « trésorerie de précaution »), soit par fractions au cours de la durée de vie de la holding (ce qui équivaut aux frais et commissions récurrents prélevés par les fonds).

## Annexe IV

- ◆ le versement de dividendes n'intervient que si la filiale est bénéficiaire. Un mode de rémunération des holdings assis sur les dividendes est donc plus vertueux qu'un modèle de facturation de prestations car il incite les holdings à sélectionner soigneusement leurs dossiers d'investissement et à les accompagner dans la durée pour espérer percevoir des dividendes. De plus, il évite des comportements consistant, pour certaines holdings, à facturer des prestations récurrentes à des filiales en difficulté, contribuant ainsi à les affaiblir à rebours de l'objectif du législateur.

Cependant, elle soulève un risque important de contournement par les acteurs du marché. En effet, l'avantage fiscal supplémentaire que les holdings proposent à leurs souscripteurs (réduction d'ISF de 75 % contre 50 % pour les fonds) est leur principal argument commercial. Elles sont donc incitées à maximiser le montant de la réduction d'impôt et, par conséquent, à maximiser le montant de leur investissement dans des PME éligibles. Or la solution proposée les obligerait à réduire ce dernier afin de se constituer une réserve de trésorerie suffisante. Il est donc possible que des holdings cherchent à contourner une telle disposition en créant des sociétés tierces qui, à leur tour, factureraient des prestations aux PME cibles.

Pour prévenir ce risque, il faudrait envisager une disposition supplémentaire interdisant aux holdings ISF PME de faire appel, pour la réalisation de prestations de services au profit de sociétés dans lesquelles elles détiennent une participation ou dont l'acquisition est projetée, à des personnes physiques ou morales ou des sociétés qui leur sont liées au sens des articles L. 233-3, L. 233-4 (contrôle d'une société par une autre) et L. 233-10 (sociétés agissant de concert) du code de commerce. Cette condition complémentaire serait ajoutée à la liste de celles qui sont prévues au 3 du I des articles 885-0 V *bis* et 199 *terdecies*-0 A du code général des impôts. Toutefois, il n'est pas certain qu'une telle disposition prévienne efficacement tous les risques d'abus.

La première option apparaît donc complexe à mettre en œuvre pour une efficacité incertaine.

### 3.2.2.3.2. *Seconde option : obligation de calculer ex ante le montant maximum de frais facturés aux filiales*

Pour favoriser la comparabilité des frais entre holdings et fonds, une seconde option est proposée par la mission. Elle consisterait à imposer aux holdings de calculer *ex ante*, lors de la campagne de souscription, le montant maximum des frais qu'elles factureraient à leurs filiales au cours de la période d'investissement. Ce montant comprendrait les frais de montage facturés lors de l'entrée au capital et les prestations récurrentes ou ponctuelles facturées au cours de la durée d'investissement. Il serait ensuite converti en fraction des souscriptions, et intégré dans le TFAM indiqué dans les documents d'information.

Avec cette option, la comparabilité des rémunérations perçues par les fonds et holdings serait assurée, sans que le modèle de rémunération de ces vecteurs d'investissement soit affecté : à la différence de l'option précédente, les holdings resteraient libres de choisir entre le prélèvement de commissions sur le capital du souscripteur et la facturation de prestations à leurs filiales pour assurer leur rémunération.

Le souscripteur pourrait comparer les différents modèles de rémunération tout type de rémunération compris.

## Annexe IV

Toutefois, cette proposition présenterait trois inconvénients :

- ♦ elle obligerait les holdings à anticiper à la fois le montant de leurs prestations futures et, pour réaliser la conversion de ces frais en fraction du montant des souscriptions, le résultat de la levée de capitaux. Or ces montants sont difficiles à calculer *ex ante*, notamment s'agissant de prestations ponctuelles qui pourront être facturées sur une durée de cinq ans ou plus. Toutefois, la même contrainte pèse sur les fonds lorsqu'ils doivent indiquer dans leur notice d'information des frais et commissions récurrents exprimés en pourcentage des souscriptions pour couvrir des charges par définition prévisionnelles, dont certaines sont particulièrement imprévisibles (par exemple les frais de contentieux) ;
- ♦ elle pénaliserait les holdings qui choisiraient d'assurer elles-mêmes le maximum de prestations pour leur filiales – ce qui se traduirait par des frais supplémentaires qui renchériraient le montant de leur TFAM – au profit des holdings qui choisiraient de faire appel à des sociétés extérieures, pourtant parfois plus chères, pour fournir ces mêmes prestations aux filiales. Cependant, la mission a estimé qu'un tel arbitrage – internaliser ou externaliser la prestation – relevait de la politique commerciale de la holding : une holding qui choisit d'internaliser ses prestations au prix d'afficher un TFAM plus élevé pourra justifier que ce TFAM supérieur est la contrepartie d'un accompagnement plus étroit de ses filiales et d'une meilleure protection des intérêts de ses souscripteurs ;
- ♦ elle conduirait à agréger au sein du TFAM des frais de nature différente. En effet, à la différence des frais et commissions qui sont prélevés sur le capital du souscripteur et diminuent directement celui-ci, les prestations facturées aux filiales sont supportées par ces dernières ; elles ne diminuent le capital du souscripteur que de façon indirecte, via la dégradation de la valeur liquidative des parts résultant des charges supplémentaires imputées aux PME cibles. Le TFAM ainsi constitué représenterait donc les frais annuels moyens perçus au maximum par la holding, plutôt que les frais annuels moyens prélevés au maximum sur le capital du souscripteur.

Par ailleurs, les inconvénients inhérents à la facturation de prestations aux filiales (cf. 2.1.1.2.1. ci-dessus) seraient maintenus, notamment la distorsion de concurrence liée au mode de calcul de l'avantage fiscal. A ce titre, la mission suggère d'étudier les effets et les modalités de mise en œuvre d'un mécanisme de neutralisation du biais fiscal, qui pourrait par exemple prendre la forme d'une déduction de l'assiette de l'avantage fiscal des frais facturés par les holdings à leurs filiales. Ainsi, le fait de recourir à la facturation de prestations aux filiales ne procurerait plus un avantage fiscal supérieur à celui qui s'applique pour les holdings qui recourent à la trésorerie de précaution.

Pour mettre en œuvre cette deuxième option, il est proposé de compléter le 3 du I des articles 885-0 V *bis* et 199 *terdecies*-0 A du code général des impôts par respectivement un f) et un c) ainsi rédigés : « f) / c) *La société indique dans les documents d'information communiqués aux investisseurs lors de la souscription le montant maximum des frais qui seront facturés à ses filiales pendant la durée de l'investissement. Ces frais sont exprimés en pourcentage des souscriptions.* ». Cette disposition aurait l'avantage de permettre un contrôle *a posteriori* du respect du plafond de frais par les services fiscaux.

## Annexe IV

### 3.2.2.4. Format du tableau de synthèse des frais des holdings

Quelle que soit l'option choisie, il est proposé que la rubrique des notices d'information des holdings consacrée aux frais reprenne la structuration et le tableau de synthèse de la rubrique correspondante pour les fonds. Des ajustements seraient nécessaires pour tenir compte de la spécificité du mode de rémunération des holdings, par exemple l'inclusion d'une ligne « trésorerie de précaution » dans le tableau de synthèse des frais non récurrents (cf. tableaux 5 et 6), voire l'inclusion d'une ligne « frais facturés aux PME cibles » si l'option 2 était retenue (cf. tableaux 6 et 8). Il est également proposé que tous les frais prélevés par les holdings soient exprimés en pourcentage du montant des souscriptions. C'est notamment le cas des frais exprimés en pourcentage du montant des investissements dans les filiales, ou encore de la prime d'émission : par exemple, une prime d'émission de 5 € sur une action ou un BSA de 105 € correspond à un droit d'entrée de 4,76 %, et non pas de 5 % comme cela est affiché dans certains prospectus.

**Tableau 5 : Tableau de synthèse des frais non récurrents des holdings ISF PME (option 1)**

Type de frais	Taux barème (maximum) <sup>30</sup>	Assiette
Droit d'entrée (ou « prime d'émission »)	%	Souscriptions
Trésorerie de précaution <sup>31</sup>	%	Souscriptions
Commission de surperformance	%	Plus-value éventuelle lors de la liquidation des parts (boni de liquidation)

Source : Mission.

**Tableau 6 : Tableau de synthèse des frais non récurrents des holdings ISF PME (option 2)**

Type de frais	Taux barème (maximum)	Assiette
Droit d'entrée (ou « prime d'émission »)	%	Souscriptions
Commission de montage (facturée aux PME cibles de l'investissement)	Montant (€) + %	Frais réel + équivalent en montant des souscriptions
Trésorerie de précaution <sup>32</sup>	%	Souscriptions
Commission de surperformance	%	Plus-value éventuelle lors de la liquidation des parts (boni de liquidation)

Source : Mission.

<sup>30</sup> Le taux indiqué dans chacune des lignes du tableau est le taux maximum de frais que la holding s'engage à prélever pour les frais correspondants. Toutefois, si un plafonnement réglementaire des frais devait être instauré, seul le TFAM global serait concerné par ce plafond : les maxima indiqués dans chacune des lignes du tableau resteraient déterminés librement par la holding sous réserve que le TFAM qui les agrège soit inférieur au plafond réglementaire (cf. annexe V relative au montant des frais).

<sup>31</sup> Part du capital non investi dans des filiales et prélevé immédiatement sous forme de frais de gestion.

<sup>32</sup> Part du capital non investi dans des filiales et prélevé immédiatement sous forme de frais de gestion.

## Annexe IV

**Tableau 7 : Tableau de synthèse des frais récurrents des holdings ISF PME (option 1)**

Type de frais	Taux barème (maximum)	Assiette
Frais de gestion prélevés sur le capital du souscripteur <sup>33</sup> .	%	Souscriptions

Source : Mission.

**Tableau 8 : Tableau de synthèse des frais récurrents des holdings ISF PME (option 2)**

Type de frais	Taux barème (maximum)	Assiette
Frais de gestion prélevés sur le capital du souscripteur <sup>34</sup> .	%	Souscriptions
Frais de gestion prélevés sur les filiales via la facturation de prestations <sup>35</sup> .	Montant (€) + %	Frais réel + équivalent en montant des souscriptions

Source : Mission.

### 3.2.2.5. Mode de calcul du TFAM des holdings

Le TFAM des holdings inclurait tous les types de frais perçus par celles-ci, qu'ils soient prélevés sur le capital du souscripteur (frais et commissions comme pour les fonds) ou sur les filiales (frais facturés aux filiales, qu'ils soient récurrents ou ponctuels) si l'option 2 est retenue (cf. 3.2.2.3.2. ci-dessus).

En effet, le TFAM doit être exhaustif :

- ◆ pour que le souscripteur dispose d'une information complète lorsqu'il prend sa décision d'investir. Si certains types de frais n'étaient pas inclus dans le TFAM des holdings, alors le souscripteur n'aurait pas une représentation fidèle de tous les flux qui seront captés par celles-ci au cours de la durée d'investissement ;
- ◆ pour que le souscripteur puisse procéder à une comparaison, et donc une mise en concurrence, des rémunérations prélevées par les différents véhicules d'investissement toutes choses égales par ailleurs. Si certains fonds ou holdings prévoient de prélever plus de frais que d'autres, cette information doit être connue du souscripteur, à charge pour les premiers de justifier les différences ainsi constatées.

Les modalités de calcul du TFAM sont présentées dans l'encadré 3.

---

<sup>33</sup> Frais prélevés de façon récurrente (exprimés en pourcentage annuel du montant des souscriptions) sur la part de capital non investie dans des filiales, nette de la trésorerie de précaution.

<sup>34</sup> Frais prélevés de façon récurrente (exprimés en pourcentage annuel du montant des souscriptions) sur la part de capital non investie dans des filiales, nette de la trésorerie de précaution.

<sup>35</sup> Exprimés en montant et en pourcentage (du montant des souscriptions) annuels.

**Encadré 3 : Mode de calcul du TFAM pour les holdings**

Il est proposé de retenir les mêmes hypothèses de durée d'investissement que pour les fonds – cinq ans et la durée recommandée par la holding si celle-ci n'est pas de cinq ans (cf. encadré 1) – afin de faciliter la comparaison des frais avec ceux-ci.

Le TFAM des holdings obéirait aux mêmes conditions que celui des fonds :

- ◆ il s'agirait d'un taux exprimé en pourcentage ;
- ◆ ce serait un taux annuel moyen et non pas un taux cumulé ;
- ◆ les frais retenus seraient les *maxima* prévus dans les documents d'information ;
- ◆ il serait l'objet d'un taux d'actualisation défini par l'AMF en association avec la profession.

Sur cette base, le TFAM pourrait être calculé par les holdings en trois étapes :

- ◆ somme des taux de frais initiaux non récurrents (prélevés en t0 : droits d'entrée, trésorerie de précaution, commission de montage facturée aux filiales si l'option 2 est retenue, autres frais initiaux) et le cas échéant, des taux frais de rachat (exprimés en pourcentage des souscriptions), la somme étant rapportée au nombre d'années de détention des parts (durée de cinq ans et durée choisie par la holding) ;
- ◆ somme du résultat ainsi obtenu avec la somme des taux de frais récurrents pour chacune des années de détention des parts (exprimés en pourcentage des souscriptions) : frais prélevés sur le capital du souscripteur et, le cas échéant (si l'option 2 est retenue), frais facturés aux filiales ;
- ◆ application du taux d'actualisation.

$$TFAM_5 = \frac{1}{(1+r)^5} \times \left( \frac{\Sigma fi + \Sigma fs}{5} + \Sigma fr \right)$$

$$TFAM_{DR} = \frac{1}{(1+r)^{dr}} \times \left( \frac{\Sigma fi + \Sigma fs}{dr} + \Sigma fr \right)$$

Où TFAM<sub>5</sub> représente le TFAM calculé pour une durée de détention des parts de cinq ans, TFAM<sub>DR</sub> le TFAM calculé pour la durée de détention des parts recommandée par la holding, Σfi la somme des taux de frais initiaux, Σfs la somme des taux de frais de sortie prélevés le cas échéant lors de la liquidation des parts (exprimés en pourcentage des souscriptions), Σfr la somme des taux des frais récurrents et des frais prélevés chaque année (frais de gestion et de fonctionnement, prestations facturées aux PME le cas échéant), dr le nombre d'années de détention des parts recommandée par la holding et r le taux d'actualisation.

Il est proposé d'exclure le *carried interest* du TFAM dans la mesure où il n'est prélevé que si la holding réalise une plus-value lors de la liquidation des parts.

*Source : Mission.*

Le TFAM devrait être présenté dans la rubrique de la notice d'information consacrée aux frais de gestion (cf. tableau 9). Il serait précédé de la mention suivante :

« Le tableau suivant vous présente le taux de frais moyen maximum qui sera prélevé chaque année par les différents acteurs (holding, distributeur, société de gestion) pour une durée d'investissement de cinq ans et pour la durée d'investissement recommandée par la holding ».

Tableau 9 : Présentation du TFAM dans la notice d'information

## Taux de frais annuel moyen prélevé par la holding

TFAM (taux de frais annuel moyen)	Détention des parts de cinq ans	Détention des parts de ... ans <sup>36</sup>
	XX %	YY %
Ces taux sont majorés par une commission de surperformance de ... % si la performance de la holding est positive. Cette commission est prélevée sur la plus-value lors de la liquidation des parts.		

Enfin, comme pour les fonds, il est proposé d'assortir le TFAM des holdings d'un exemple numérique (cf. 3.1.2.2. ci-dessus).

### 3.2.3. Avantages et impacts de la mesure

La diffusion aux souscripteurs de holdings ISF PME d'une information proche de celle dont bénéficient les souscripteurs de fonds permettra d'améliorer la qualité de l'information fournie aux premiers, la comparabilité, et donc la concurrence des différents véhicules d'investissement (fonds et holdings).

### 3.2.4. Inconvénients et risques de la mesure

Les mesures présentées ci-dessus impliquent de prendre des dispositions législatives, puis réglementaires, dont le délai d'adoption peut être important. Il apparaît notamment difficile qu'elles puissent être appliquées à la prochaine campagne d'imposition (ISF et IR 2010).

De plus, les modifications apportées, notamment si l'interdiction de la facturation de prestations aux PME cibles était retenue, risquent d'entraîner des changements importants dans le mode de rémunération et le modèle économique de certaines holdings. Elles risquent également d'encourager des montages visant à contourner la loi, notamment la création de sociétés tierces refacturant des prestations aux filiales des holdings. Ces risques seraient plus limités si la facturation de prestations aux PME cibles restait possible (option 2, cf. 3.2.2.3.2. ci-dessus).

## 3.3. Créer un comparateur de frais en ligne sur le site internet de l'AMF

### 3.3.1. Objectif de la mesure

Un comparateur des frais prélevés par les fonds et par les holdings peut utilement compléter les notices d'information enrichies des fonds et des holdings.

En particulier, il faciliterait le travail de mise en concurrence de l'investisseur.

Le site internet permettrait également au souscripteur de moduler plus facilement ses hypothèses d'investissement (notamment le montant de son investissement et les hypothèses de rendement des produits) et ainsi de mettre en relation le montant du capital recueilli à la liquidation et le montant des frais prélevés sur la durée de vie du produit pour un grand nombre de *scenarii*.

<sup>36</sup> Durée d'investissement recommandée par la holding.



## Annexe IV

Le comparateur de frais en ligne pourrait venir compléter les mesures précédentes après que celles-ci aient été expérimentées et validées, en particulier s'agissant du mode de calcul des TFAM.

### 3.3.2. Description de la mesure et modalités de mise en œuvre

Ce comparateur permettrait au souscripteur de calculer sur internet le montant des frais prélevés et le montant de capital restitué pour chacun des fonds et holdings ISF PME de son choix. Il entrerait lui-même les hypothèses du modèle, notamment :

- ◆ le montant de son investissement initial ;
- ◆ le taux de rendement annuel du fonds ou de la holding à partir duquel il souhaite simuler l'évolution des frais et de l'actif ;
- ◆ la durée de son investissement (même si celle-ci pourrait être pré-remplie sur la base des informations fournies par les sociétés de gestion ou par les holdings).

Une fois ces hypothèses renseignées, le souscripteur obtiendrait :

- ◆ un résumé des informations clefs :
  - capital restitué à la liquidation ;
  - montant du gain ou des pertes par rapport au capital initial :
    - hors avantage fiscal ;
    - y compris avantage fiscal.
  - montant total des frais prélevés.
- ◆ le détail des informations précédentes (évolution de l'actif, du gain net et du montant des frais) exercice par exercice.

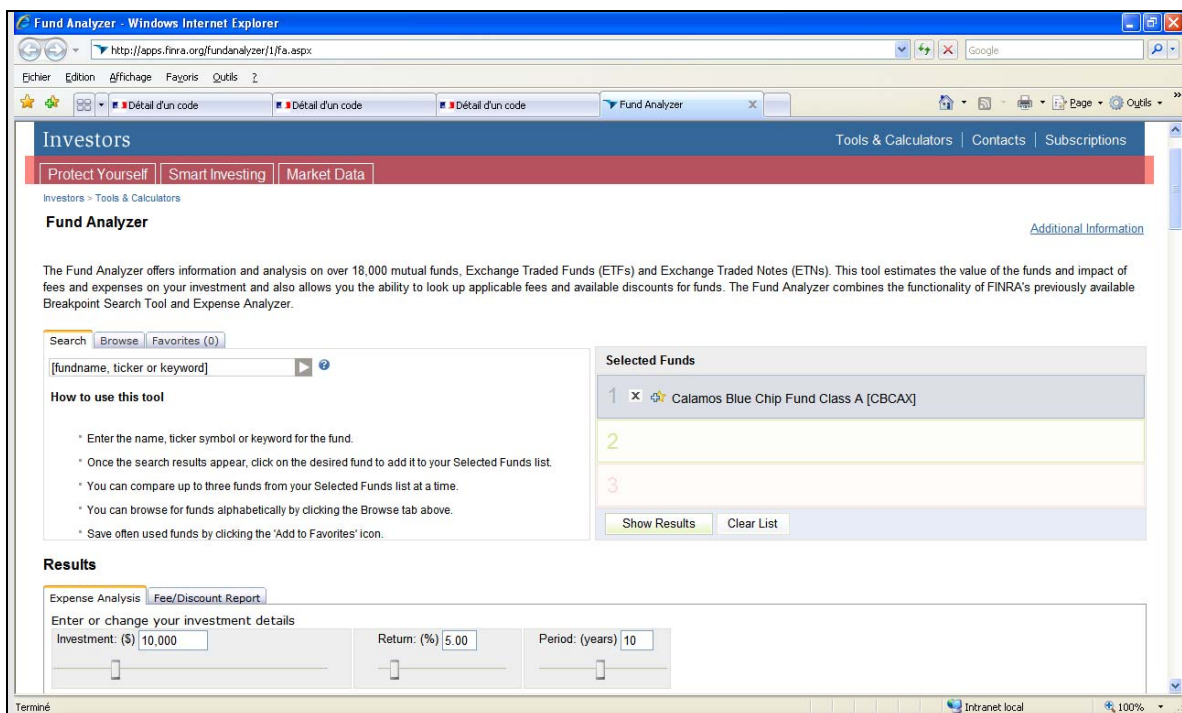
Le comparateur pourrait s'inspirer du *Fund Analyzer* de la FINRA (cf. encadré 4) ou du simulateur de frais de la CMVM (cf. encadré 6).

#### Encadré 4 : Le *Fund Analyzer* de la FINRA

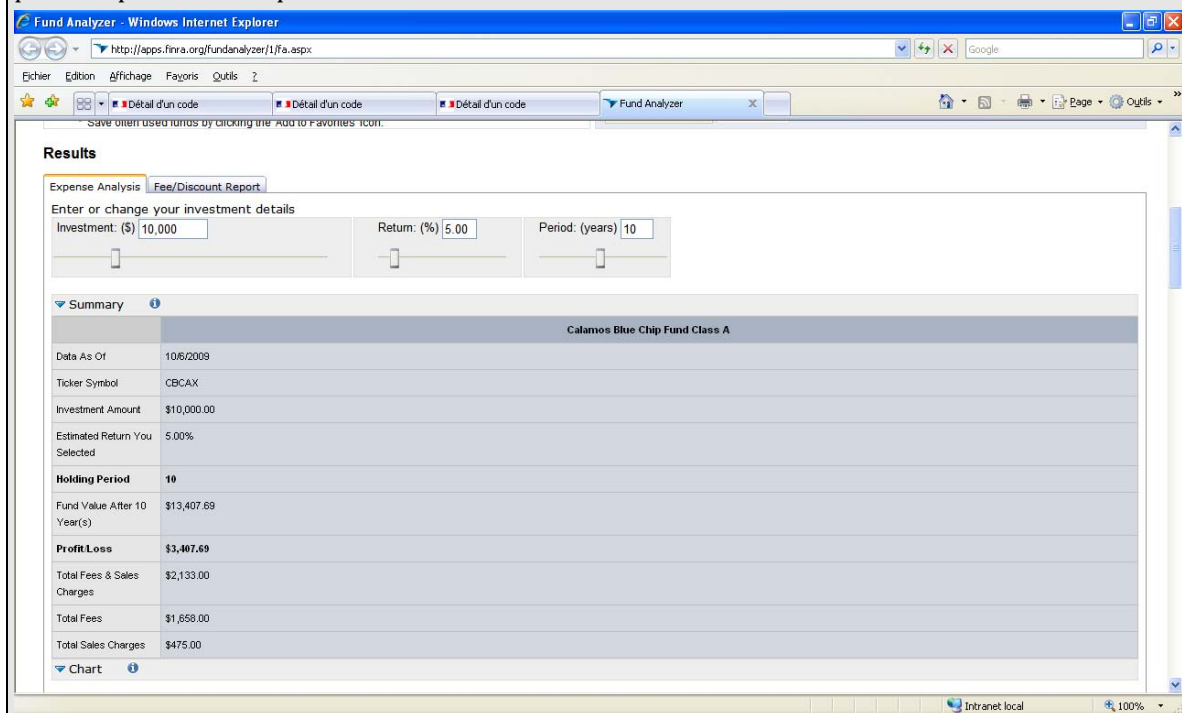
Le *Fund Analyzer* est un site internet créé en décembre 2008 par la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), l'autorité américaine d'auto-régulation des sociétés de gestion faisant appel public à l'épargne, qui administre et interprète le cadre juridique de la SEC (*Securities and Exchange Commission*). Il a remplacé deux sites préexistants, le *Mutual Fund Expense analyzer* (créé en 2005) et le *Mutual Fund Breakpoint Search Tool*.

L'investisseur qui se rend sur ce site doit choisir un ou plusieurs produits parmi un total de 18 000 fonds commercialisés aux États-Unis et renseigner quelques informations (montant de l'investissement, taux de rendement annuel du fonds, durée de l'investissement).

## Annexe IV



Sur cette base, le *Fund Analyzer* indique au souscripteur son capital de sortie et le montant des frais prélevés par les fonds qu'il a sélectionnés.



Disponible en libre accès, il offre notamment au souscripteur les services suivants :

- ◆ possibilité d'intégrer les offres promotionnelles des sociétés de gestion dans le calcul des frais et du rendement ;
- ◆ possibilité de comparer les données jusqu'à trois fonds simultanément ;
- ◆ possibilité de conserver les données pour un maximum de 50 fonds pour des utilisations ultérieures ;
- ◆ possibilité d'obtenir des graphiques de synthèse des informations ;
- ◆ accès aux éléments de notation de l'agence Morningstar.

## Annexe IV

Fund Analyzer - Windows Internet Explorer  
<http://apps.finra.org/fundanalyzer/1/fa.aspx>

Total Sales Charges \$475.00

Chart

### Redeemed Fund Value Over Time After Expenses

Calamos Blue Chip Fund Class A

(Place your cursor over any column in the chart to see the values at that point of time)  
 These values do not reflect actual investment results and are not guarantees of future results.

Chart Details

Calamos Blue Chip Fund Class A			
Year	Redeemed Value	Profit/Loss	Fees & Expenses
1	\$9,856.30	(\$143.70)	\$616.47
2	\$10,199.12	\$199.12	\$762.87
3	\$10,553.87	\$553.87	\$914.35
4	\$10,920.95	\$920.95	\$1,071.10
5	\$11,300.81	\$1,300.81	\$1,233.31
6	\$11,693.87	\$1,693.87	\$1,401.16
7	\$12,100.61	\$2,100.61	\$1,574.85
8	\$12,521.49	\$2,521.49	\$1,754.57
9	\$12,957.02	\$2,957.02	\$1,940.55
<b>10 Year(s)</b>	<b>\$13,407.69</b>	<b>\$3,407.69</b>	<b>\$2,133.00</b>
11	\$13,874.04	\$3,874.04	\$2,332.14
12	\$14,356.60	\$4,356.60	\$2,536.21
13	\$14,855.96	\$4,855.96	\$2,751.44
14	\$15,372.68	\$5,372.68	\$2,972.10
15	\$15,907.37	\$5,907.37	\$3,200.42
16	\$16,460.66	\$6,460.66	\$3,436.69
17	\$17,033.20	\$7,033.20	\$3,681.18
18	\$17,625.85	\$7,625.85	\$3,934.17

Le site est accessible depuis le lien suivant : <http://apps.finra.org/fundanalyzer/1/fa.aspx>

Source : Mission.

Le *fee calculator* de la FSA britannique est un autre exemple de calculateur en ligne même s'il apparaît moins fourni et moins exploitable que l'outil précédent.

Encadré 5 : Le *fee calculator* de la FSA

Le régulateur britannique (*Financial Services Authority, FSA*) a créé un site internet permettant de calculer les frais prélevés par les fonds d'investissement.

Le souscripteur est invité à renseigner de nombreuses informations relatives à la catégorie du produit financier et à ses caractéristiques de commercialisation. Sur cette base, le site calcule le total des frais prélevés, le détail par catégorie de frais et les éventuelles promotions commerciales.

Toutefois, le souscripteur n'accède pas à d'autres informations comme celles relatives au capital récupéré à la sortie. Le site ne fournit pas de graphiques retraçant la progression de la valeur liquidative et le montant des frais prélevés.

Le site est accessible depuis le lien suivant :

<http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/Regulated/Fees/calculator/index.shtml>

*Source : Mission.*

Au Portugal, le simulateur de frais de la CMVM, plus proche du *fund analyzer* américain, est un exemple intéressant compte-tenu de sa simplicité et de son accessibilité.

## Encadré 6 : Le simulateur de frais de la CMVM

La commission du marché de valeurs mobilières (CMVM) est l'autorité portugaise de régulation des marchés financiers.

Elle a mis en ligne un simulateur des frais supportés par les investisseurs d'OPCVM et de produits immobiliers accessible depuis son site internet.

Proche du *fund analyzer* américain, il invite le souscripteur à choisir le fonds qu'il souhaite étudier, puis à renseigner les hypothèses de capital initial, de durée de l'investissement et de taux de rendement brut annuel du fonds.

## Annexe IV

CMVM - Sistema de Difusão de Informação - Fundos de Investimento / Gestão de Activos - Windows Internet Explorer

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/custos/simulador\_03.cfm?num\_fun=%23%23DG%5E%0A

NOVIDADES | AGENDA | INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E OUTRAS INFORMAÇÕES | DOSSIER DE REGISTO | BIBLIOTECA

MENU PRINCIPAL: SISTEMA DE DIFUSÃO DE INFORMAÇÃO: FUNDOS / GESTÃO DE ACTIVOS

PESQUISA GERAL:  ok

**FUNDOS / GESTÃO DE ACTIVOS**

**SIMULADOR DOS CUSTOS SUPOSTADOS PELOS PARTICIPANTES EM ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLECTIVO E FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

**AF PORTFÓLIO IMOBILIÁRIO**

Qual o valor em euros que pretende investir?

10000 Euros

Durante quantos anos pretende efectuar este investimento?

8 Anos

Qual a taxa de rentabilidade anual bruta que estima obter?

5 %

Il indique au souscripteur le capital restitué à la liquidation, brut et net des frais de gestion, le total des frais prélevés pendant la période et le total des frais prélevés si la rentabilité du fonds était de 0 %.

CMVM - Sistema de Difusão de Informação - Fundos de Investimento / Gestão de Activos - Windows Internet Explorer

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/custos/simulador\_04.cfm

MENU PRINCIPAL: SISTEMA DE DIFUSÃO DE INFORMAÇÃO: FUNDOS / GESTÃO DE ACTIVOS

PESQUISA GERAL:  ok

**FUNDOS / GESTÃO DE ACTIVOS**

**SIMULADOR DOS CUSTOS SUPOSTADOS PELOS PARTICIPANTES EM ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLECTIVO E FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

Foram considerados os seguintes pressupostos:

**AF PORTFÓLIO IMOBILIÁRIO**

Montante Inicial do Investimento:	10000 euros
Duração do Investimento:	8 anos
Taxa de Rentabilidade Anual:	5%
Comissão de Subscrição:	5,0000%
Taxa Global de Custos:	1,2570%
Comissão de Resgate:	0,0000%

**Resultado da Simulação**

Montante Final Bruto do Investimento:	14918,25 euros
Montante Final Líquido do Investimento:	<b>12816,48 euros</b>
Custos a Suportar pelo Participante:	<b>2101,77 euros</b>
Custos em % do Montante Inicial do Investimento:	21,02%
Custos em % do Montante Final Bruto do Investimento:	14,09%
Custos em % do Montante Final Líquido do Investimento:	16,40%
Custos a suportar pelo participante assumindo rentabilidade de 0%:	1408,86 euros

Para **comparar** o montante final do investimento e o valor e percentagem globais de custos deste fundo de investimento imobiliário com os relativos a outros fundos do mesmo tipo, seleccione "comparar".

En revanche, le simulateur de frais de la CMVM ne fournit pas l'information détaillée (évolution de l'actif et des frais) exercice par exercice et ne restitue pas de graphiques de synthèse au souscripteur.

Le site fournit également un tableau comparatif des frais qui indique le détail des frais prélevés, catégorie par catégorie (droits d'entrée, frais de sortie...) et de façon agrégée, pour tous les fonds mentionnés ci-dessus.

## Annexe IV

Nome do OIC	Taxa <sup>1</sup> Global de Custos (%)	Comissão <sup>2</sup> de Subscrição (%)	Comissão <sup>2</sup> de Resgate (%)	Comissão <sup>2</sup> de Transferência (%)	Rotação <sup>3</sup> Média da Carteira
ALVES RIBEIRO - MÉDIAS EMPRESAS PORTUGAL - FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO DE ACCÕES	1,4500	0,0000	0,0000		1,77
ALVES RIBEIRO PPR - FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO	2,0100	1,5000	2,0000	3,0000	5,25
ART INVEST - FEIF	1,2676	1,0000	0,0000		0,27
BANIF ACCÕES PORTUGAL - FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO DE ACCÕES NACIONAIS	2,0560	0,0000	2,0000		4,79
BANIF AMÉRICA LATINA - FUNDO ESPECIAL DE INVESTIMENTO ABERTO	1,8697	0,0000	1,0000		2,11
BANIF ÁSIA - FUNDO ESPECIAL DE INVESTIMENTO ABERTO	1,8772	0,0000	1,0000		1,97
BANIF EURO ACCÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO DE ACCÕES DA UNIÃO EUROPEIA	2,2397	0,0000	2,0000		3,61
BANIF EURO CRÉDITO - FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO DE OBRIGAÇÕES DE TAXA FIXA		5,0000	5,0000		
BANIF EURO OBRIGAÇÕES TAXA FIXA - FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO DE OBRIGAÇÕES DE TAXA FIXA	1,1317	0,0000	1,0000		2,61
BANIF EURO OBRIGAÇÕES TAXA VARIÁVEL - FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO DE OBRIGAÇÕES DE TAXA VARIÁVEL	0,9313	0,0000	0,5000		1,46
BANIF EURO TESOURARIA - FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO DE TESOURARIA EURO	0,5237	0,0000	0,0000		1,30
BANIF EUROPA DE LESTE - FEIA	0,9328	0,0000	1,0000		1,39
BANIF GESTÃO ACTIVA - FEI	1,3704	0,0000	2,0000		2,84
BANIF GESTÃO PATRIMONIAL - FUNDO ESPECIAL DE INVESTIMENTO	1,1898	0,0000	1,0000		1,70

<sup>1</sup> Esta taxa representa o total de comissões de gestão e depósito e de custos de auditoria e supervisão que o fundo de investimento suportou num ano civil completo dividido pela média do valor líquido global do fundo nesse ano. Para os fundos de investimento imobiliário, a taxa global de custos inclui apenas a comissão de gestão e de depósito.  
<sup>2</sup> As comissões de subscrição, resgate e transferência são um custo directo do participante, gerado pela decisão de investimento ou desinvestimento. Na Tabela Comparativa apenas são apresentadas as comissões máximas que se encontram em vigor. Consulte o Prospecto Simplificado para conhecimento das restantes comissões e das condições específicas de subscrição e resgate do fundo de investimento.  
<sup>3</sup> A Rotação Média da Carteira respeita ao valor verificado no último ano civil completo do fundo de investimento e dividido pela média do valor líquido global do fundo nesse ano (e.g. Rotação Média da Carteira = 1, significa que o valor total de aquisições e alienações no ano foi igual à média do valor líquido global do fundo nesse período). A aquisição e a alienação de activos geram custos de transacção que são suportados pelos fundos de investimento.

Le site est accessible depuis le lien suivant :  
[http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/custos/simulador\\_02.cfm?nome=](http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/custos/simulador_02.cfm?nome=)

Source : Mission.

Le comparateur doit être conçu et exploité sous la supervision de l'AMF pour garantir l'égalité de traitement des produits et la fiabilité des données utilisées.

Il s'agit d'un projet important et coûteux, qui nécessitera plusieurs mois de développement. Toutefois, Il s'inscrit pleinement dans le plan stratégique de l'AMF adopté le 29 juin 2009, notamment dans son action 1 « Améliorer l'information et la formation des épargnants » qui précise : « l'amélioration de l'information des épargnants sera un des vecteurs de la refonte du site internet de l'AMF afin de rendre la section dédiée aux épargnants plus visible et plus pédagogique ».

Afin d'amortir les coûts de développement, il est recommandé de prévoir dès l'origine une application du comparateur à l'ensemble des produits financiers commercialisés sous la supervision de l'AMF. L'application aux seuls FCPI, FIP et holdings ISF PME pourrait constituer une expérimentation du système avant son extension aux autres produits.

### 3.3.3. Avantages et impacts de la mesure

Le comparateur, s'il est un outil simple d'accès et ergonomique, peut contribuer à favoriser la concurrence entre les sociétés de gestion et les holdings en matière de frais. En effet, le souscripteur disposera d'un outil lui permettant de comparer instantanément les frais prélevés sur différents produits. Son impact peut donc être important sur la mise en concurrence des frais de gestion et, par conséquent, sur leur baisse.

Au-delà, le comparateur peut jouer le rôle d'un outil d'aide à la décision d'investissement dans la mesure où le souscripteur dispose d'une grande latitude pour modifier les variables clefs (durée de l'investissement, hypothèses de rendement...). Il peut contribuer à améliorer l'information de l'investisseur et renforcer l'efficacité des décisions économiques.

### 3.3.4. Inconvénients et risques de la mesure

La mise en place du comparateur en ligne nécessitera la mobilisation de moyens humains et financiers importants sur une durée de plusieurs mois. Dans ce contexte, il est peu probable que cet outil puisse entrer en vigueur avant la campagne de levée de fonds 2011 (juin 2011), voire 2012.

Le comparateur devra également être strictement contrôlé pour garantir la fiabilité de l'information et empêcher d'éventuelles distorsions de concurrence entre fonds ou holdings ISF PME.

Par ailleurs, le comparateur pourrait avoir pour effet de faciliter l'alignement des pratiques tarifaires des fonds et holdings sur des pratiques de marché au lieu de favoriser la concurrence.

Enfin, le comparateur, en révélant le niveau structurellement élevé des frais de gestion des fonds et holdings ISF PME (cf. annexe V relative au montant des frais) pourra susciter un désintérêt des investisseurs pour ces produits au profit d'autres produits financiers. La puissance de l'avantage fiscal rend toutefois peu probable cette perspective (cf. 3.1.4. ci-dessus).

## **ANNEXE V**

### **Le niveau des frais de gestion**



# SOMMAIRE

<b>1. LA MISSION A DÉVELOPPÉ UN MODÈLE D'ESTIMATION DES FRAIS DE GESTION DES FCPI, FIP, FCPR ET DES HOLDINGS ISF-PME.....</b>	<b>1</b>
1.1. La mission a construit un modèle d'évaluation du montant des frais prélevés.....	2
1.2. Pour évaluer le montant des frais prélevés, la mission a retenu plusieurs hypothèses et certaines conventions.....	6
1.2.1. <i>Les hypothèses du modèle.....</i>	6
1.2.2. <i>Des conventions pour estimer certains frais.....</i>	7
1.3. Les échantillons ont été sélectionnés pour tester l'hypothèse d'une surfacturation en fonction du montant de l'avantage fiscal par les sociétés de gestion.....	9
1.3.1. <i>Un échantillon « test » constitué de produits commercialisés après la loi TEPA .....</i>	9
1.3.2. <i>Deux échantillons « témoin » avec des produits identiques commercialisés avant la loi TEPA et des produits comparables (FCPR), mais n'ouvrant pas droit à avantage fiscal ISF PME.....</i>	10
1.4. L'analyse des limites méthodologiques ainsi que les tests de sensibilité permettent de considérer les résultats comme relativement robustes .....	12
<b>2. L'ANALYSE MET EN ÉVIDENCE UN NIVEAU DE FRAIS ÉLEVÉ .....</b>	<b>13</b>
2.1. Le niveau moyen des frais de gestion s'élève à 5,5 % pour les FCPI et les FIP postérieurs à la loi TEPA avec de faibles écarts tarifaires .....	13
2.1.1. <i>Le niveau élevé des frais de gestion est le produit d'une sédimentation de frais récurrents et non récurrents qui sont répartis au cours de la durée de détention du fonds.....</i>	19
2.1.2. <i>Ce montant élevé de frais affecte sensiblement le rendement des produits.....</i>	30
2.1.3. <i>Toutefois, la sensibilité des investisseurs à ce niveau des frais reste faible.....</i>	34
2.1.4. <i>Les holdings semblent pratiquer des frais d'un niveau proche des fonds en moyenne, mais les niveaux de frais sont en réalité très disparates.....</i>	35
2.2. La comparaison des frais de gestion pratiqués avant et après la loi TEPA ne permet pas de conclure à une hausse des frais captant la dépense fiscale ISF .....	38
2.3. La comparaison avec les frais de gestion pratiqués dans les fonds allégés à destination des investisseurs institutionnels (FCPR) met en évidence un taux de frais nettement supérieur.....	41
<b>3. EN CONTREPARTIE DES FRAIS DE GESTION FACTURÉS, L'ANALYSE DES DONNÉES FINANCIÈRES DES SOCIÉTÉS DE GESTION SUGGÈRE DES COÛTS DE GESTION ÉLEVÉS, MAIS ÉGALEMENT DES RÉSULTATS PROFITABLES.....</b>	<b>43</b>
3.1. Un niveau de charge qui dépend fortement de l'activité de la société de gestion et de ses choix en termes de sélectivité, de diversification et d'engagement dans l'accompagnement des PME cibles .....	43
3.2. Une structure de coût marquée par la prépondérance de la masse salariale.....	44
3.3. Un métier qui permet de dégager des économies d'échelle limitées et seulement sur certains segments de la chaîne de valeur .....	46
3.4. L'analyse de la rentabilité du secteur montre que l'activité est profitable .....	48

<b>4. LA MISSION A EXAMINÉ TROIS PISTES DIFFÉRENTES D'ENCADREMENT DES FRAIS .....</b>	<b>49</b>
4.1. Plafonner le montant des frais et des commissions .....	49
4.1.1. <i>Description de la mesure et modalités de mise en œuvre</i> .....	49
4.1.2. <i>Avantages et impacts de la mesure</i> .....	50
4.1.3. <i>Inconvénients et risques de la mesure</i> .....	50
4.1.4. <i>Appréciation d'ensemble</i> .....	52
4.2. Mettre en place des recommandations de l'AMF sur le niveau des frais et instauration d'un mécanisme « <i>comply or explain</i> » .....	53
4.2.1. <i>Description de la mesure et modalités de mise en œuvre</i> .....	53
4.2.2. <i>Avantages et impacts de la mesure</i> .....	53
4.2.3. <i>Inconvénients et risques de la mesure</i> .....	54
4.3. Lier davantage le mode de rémunération des sociétés de gestion à leur performance .....	54
4.3.1. <i>Description de la mesure et modalités de mise en œuvre</i> .....	54
4.3.2. <i>Avantages et impacts de la mesure</i> .....	55
4.3.3. <i>Inconvénients et risques de la mesure</i> .....	56

## Annexe V

La mission a développé un modèle pour calculer le montant des frais de gestion prélevés sur les produits ouvrant droit à un avantage fiscal (FCPI, FIP, FCPR fiscaux, holdings ISF-PME).

Cette approche s'est avérée nécessaire pour différentes raisons :

- ◆ les notices ne comportent pas de taux agréant l'ensemble des frais ;
- ◆ compte tenu de la durée de vie des produits (détention minimum de cinq ans et rachat intervenant généralement entre sept et neuf ans), il n'est pas possible de se fonder sur des données historiques, ou des données issues des sociétés de gestion, des produits lancés depuis l'entrée en vigueur de la loi TEPA (loi du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat).

Les données réelles sur les frais de gestion pratiqués, tout comme les rendements de ces produits, seront connues *ex post* au cours de la prochaine décennie.

La première partie précise la méthodologie retenue par la mission pour déterminer le montant des frais de gestion. Dans un second temps, les résultats sont détaillés et comparés avec ceux d'autres produits afin de déterminer si les frais de gestion pratiqués pour ces produits ouvrant droit à avantage fiscal sont plus élevés que pour les autres produits. Enfin, dans une troisième partie, ces frais sont mis en regard des coûts des sociétés de gestion tels qu'ils ont pu être reconstitués. Cette annexe se conclut par l'analyse de trois propositions visant à encadrer et réduire les frais de gestion.

### 1. La mission a développé un modèle d'estimation des frais de gestion des FCPI, FIP, FCPR et des holdings ISF-PME

La mission a cherché à évaluer le montant total des frais de gestion prélevés sur les parts des fonds communs de placement à risques (FCPR) « fiscaux », des fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), des fonds d'investissement de proximité (FIP) et des holdings et à identifier dans quelle mesure ceux-ci pourraient être excessifs ou non.

Dans ce cadre, la mission a élaboré une méthodologie répondant à un double objectif :

- ◆ harmoniser la typologie des frais prélevés par les FCPR, FCPI, FIP et holdings afin de favoriser la comparabilité des différents produits de placement ;
- ◆ reconstituer l'ensemble des frais prélevés sur la durée de vie des produits et rapprocher ce résultat de la performance des fonds.

Pour un échantillon de fonds et à partir de documents remis à l'investisseur<sup>1</sup>, la mission a procédé à une simulation et une comparaison des frais qui seront pratiqués sur le cycle de vie du produit.

Les documents d'information mis à la disposition du public (notices d'information et règlements des fonds) ne permettent pas de répondre à ces objectifs aujourd'hui pour trois raisons :

- ◆ **la présentation des frais de gestion n'est pas pleinement harmonisée.** Chaque fonds peut établir sa propre typologie des frais, notamment pour les frais de gestion récurrents. De plus, l'assiette retenue pour établir les frais diverge d'un fonds à l'autre : il peut s'agir du capital investi au moment de la souscription, de la valeur liquidative de l'actif à la clôture de l'exercice ou encore du montant des frais réel pour les dépenses facturées à l'acte<sup>2</sup>. Enfin, l'indicateur du frais appliqué est tantôt un pourcentage de

---

<sup>1</sup> Il s'agit de fonds commercialisés après la publication de la loi TEPA, mais dont les notices n'ont pas encore été agréées sous l'empire de la nouvelle instruction AMF de juin 2009. S'agissant des modalités de présentation des frais avant et après la publication de cette instruction, cf. annexe IV.

<sup>2</sup> La valeur liquidative (VL) correspond à la valeur que récupérerait chaque investisseur si le fonds était liquidé immédiatement. La valeur liquidative est l'actif net divisé par le nombre de parts. L'actif net est la somme de la

## Annexe V

l'assiette, tantôt un plafond ou une fourchette, tantôt un montant libellé en euros. Ces différences ne permettent pas d'établir une comparaison immédiate des frais prélevés par chacun des fonds. La publication récente d'une instruction de l'AMF<sup>3</sup> corrige en partie cette difficulté pour les FCPR, FCPI et FIP (cf. annexe IV). Quant aux frais prélevés par les holdings, ils ne font l'objet d'aucune harmonisation à ce jour ;

- ◆ **les frais de gestion ne sont pas constants sur le cycle de vie d'un produit d'investissement.** Certains frais sont récurrents sur chaque exercice comptable, tandis que d'autres ne sont prélevés que sur un exercice (frais de souscription, frais de constitution, frais de sortie). Pour certains fonds, des frais variables liés à la performance du fonds (commission de surperformance ou « *carried interest* ») peuvent être prélevés : leur évaluation dépend de la performance du fonds sur l'ensemble de l'exercice. Enfin, la durée minimum de souscription imposée aux porteurs de parts n'est pas la même selon les produits (elle peut varier du minimum légal de cinq ans à dix ans), ce qui impacte le montant des frais prélevés sur l'actif net. Il est donc nécessaire de lisser sur l'ensemble du cycle de vie du produit les frais présentés dans les documents d'information ;
- ◆ **comme certains frais sont assis sur l'actif net, ils sont indissociables de l'évolution de la valeur des actifs.** Il convient donc de modéliser le montant agrégé des frais prélevés en fonction de différentes hypothèses de rendement des fonds.

### 1.1. La mission a construit un modèle d'évaluation du montant des frais prélevés

Le développement et l'utilisation du modèle de simulation des frais de gestion sur un échantillon de 54 produits a permis d'établir, toutes choses égales par ailleurs, l'impact sur la souscription initiale des frais imputés au souscripteur par la société de gestion. En particulier, il permet d'établir le capital de sortie, le rendement moyen (net des frais ; hors avantage fiscal et y compris avantage fiscal) ainsi que le taux de frais annuel moyen (TFAM) pratiqué sur la durée de détention du produit. Ce taux correspond à la moyenne des taux de frais annuels sur la durée de détention du produit (fixée à huit ans par convention dans le modèle ; le modèle calcule également le TFAM à cinq ans, soit la durée légale de détention minimale). Au numérateur, sont comptés l'ensemble des frais de gestion récurrents (commission de gestion et autres frais récurrents notamment) et non récurrents (frais d'entrée et frais de rachat notamment) à l'exception du *carried interest* (car il correspond davantage au partage de la plus value qu'au prélèvement de frais servant à couvrir les charges de gestion du produit, cf. 1.2.2.1)<sup>4</sup>. Ces frais sont rapportés au dénominateur à la valeur de l'actif net de l'année<sup>5</sup>.

---

valeur des actifs, moins la somme des valeurs des dettes, moins les frais non encore perçus par le gérant. Le calcul de la VL relève du dépositaire qui est garant de la position du fonds, du valorisateur qui attribue une valeur à ces actifs et du gérant qui valide la valeur calculée par le valorisateur.

<sup>3</sup> Instruction n° 2009-05 du 4 juin 2009 relative au prospectus complet des fonds communs de placement à risques agréés.

<sup>4</sup> Le total des frais et le TFAM y compris « *carried interest* » figure toutefois pour information pour le scénario 1 à forte plus value (cf. 2.1).

<sup>5</sup> Pour des raisons de simplification, il a été choisi de procéder à la moyenne des taux de frais annuels plutôt qu'à l'actualisation et à la somme des frais rapportée à la moyenne de la valeur de l'actif net sur la période.

## Annexe V

$$\begin{aligned} \text{TFAM} &= \text{moyenne des taux de frais sur l'ensemble de la durée de vie du produit (huit ans)} \\ &= \text{MOYENNE} \left( \frac{\sum (\text{frais de gestion non récurrents de l'année} + \text{frais de gestion récurrents de l'année})}{\text{valeur de l'actif net de l'année}} \right) \% \end{aligned}$$

La mission a également calculé un taux de frais cumulé (les frais étant actualisés au taux conventionnel de 2 %) et un taux de frais annuel moyen rapporté au montant de la souscription initiale. Les résultats de ces deux autres modes de calcul sont présentés avec le calcul du TFAM tel que défini ci-avant.

Le modèle de simulation des frais de gestion repose sur plusieurs hypothèses :

- ◆ sur le capital investi (montant de la souscription) et sa part investie dans les PME ouvrant droit à avantage fiscal (hors réduction d'impôt sur le revenu) de 50 % sur l'ISF pour les fonds et de 75 % sur l'ISF pour les holdings ;
- ◆ sur le rendement du fonds ou de la holding ;
- ◆ sur la date et le montant du rachat.

Le modèle se décompose en deux parties :

- ◆ une partie comprenant des hypothèses communes à tous les produits et permettant de construire des scénarios de rendement et de durée de détention et des hypothèses relatives aux divers taux de frais prévus sur ces produits (cf. graphique 1) ;
- ◆ une partie de calcul des frais de gestion et du rendement net des frais prévus sur ces produits (cf. graphique 2).

## Annexe V

### Graphique 1 : L'outil de calcul des frais de gestion pour les FCPI, FIP, holdings ISF et FCPR

#### Première partie : détermination des hypothèses

##### Paramétrage des hypothèses de calcul communes à tous les produits

**1 Identification du fonds ou de la holding :** société de gestion, nom du produit, code ISIN, durée de vie, dépositaire,...

**2 Hypothèses d'investissement :** montant investi et part investie dans les PME (ces hypothèses sont communes à tous les fonds pour favoriser la comparabilité sur les frais). Toutefois, la part réellement investie dans les PME est variable (supérieure dans les holdings et inférieure dans les fonds) ce qui augmente ou réduit l'avantage fiscal.

**3 Hypothèses de rendement :** trois scénarios de rendements fondés sur des taux de croissance annuels moyens (forte plus value, maintien du pouvoir d'achat, forte moins value).

**4 Hypothèses de rachat :** deux scénarios de rachat, l'un à cinq ans (cas fréquent dans les holdings), l'autre à huit ans (cas le plus fréquent dans les fonds).

Société de gestion	La Société de gestion
Nom du produit	FCPI type
ISIN	FR00102051XX
Date limite de souscription des parts	29-avr-09
Durée de vie du fond	8 ans
Fichier de calcul frais de gestion FCPI	

Hypothèses	
Capital investi	10 000 €
Part du capital investi en PME	80,00%
Montant de l'avantage fiscal	3 780 €

Hypothèses de rendement		Commentaires
Scénario 1	8,45%	en 5 ans ce taux de croissance annuel permet d'accroître le capital de 50% (hors frais de gestion)
Scénario 2	1,92%	en 5 ans ce taux de croissance annuel permet d'accroître le capital de 10% (hors frais de gestion)
Scénario 3	-12,94%	en 5 ans ce taux de croissance annuel permet de réduire le capital de 50% (hors frais de gestion)

Hypothèses de rachat		
Scénario 4	100%	proportion du rachat en n+5
	0%	proportion du rachat en n+8
Scénario 5	0%	proportion du rachat en n+5
	100%	proportion du rachat en n+8

Frais non récurrents		
Commission de souscription - droits d'entrée		Lorsque les frais font l'objet d'un maximum, on retient le plafond faute de pouvoir évaluer les pratiques commerciales de remise des frais qui sont variables d'un souscripteur à l'autre
Part acquise	0,00%	les frais restent dans le capital du FCPR
Part non acquise	5,00%	les frais sont rétrocédés à la société de gestion

Frais de rachat - droits de sortie		
Part acquise à 8 ans	5,00%	les frais restent dans le capital du FCPR
Part non acquise à 8 ans	0,00%	les frais sont rétrocédés à la société de gestion
Carried interest	0,00%	Frais liés au partage de la plus value
	20,00%	Pour mémoire : non pris en compte dans le calcul des frais

Autres frais non récurrents		
Commission de constitution		Non acquis
part variable	0,50%	
part fixe	0 €	Attention valeur absolue et non pourcentage
Approximation de frais de constitution	0,00%	

Frais récurrents		
Commission de gestion - frais de gestion	3,50%	Taux annuel constant sur la période
		Non acquis
Honoraires du commissaire aux comptes	0,00%	inclus dans la commission de gestion
Commission de dépositaire	0,00%	inclus dans les frais divers
Frais de tenue de compte - droits de garde	0,00%	Tenue du compte émetteur (%) - peut être inclus dans les frais de gestion
Commission de mouvement	0,00%	
Frais de gestion indirect	0,00%	
Frais divers	0,75%	Frais d'investissement et de gestion (frais d'opérations réalisées et non réalisées), frais relatifs aux obligations légales du fonds (frais administratifs, frais de gestion comptable, frais de dépositaire, frais d'impression et d'envoi des rapports, frais de communication, frais de contentieux, conseils juridiques et fiscaux, frais d'étude et d'audit, assurance,...).

##### Paramétrage des frais du produits

**5 Taux de frais non récurrents :**

- À l'entrée : commissions de souscription et droits d'entrée ; commissions de constitution ; autres frais le cas échéant.

- À la sortie : frais de rachat (à cinq et huit ans) ; pour mémoire, le « *carried interest* » (partage de la plus value non prise en compte dans le calcul des frais).

**6 Taux de frais récurrents :** commission de gestion récurrente, honoraires du commissaire aux comptes, commission et frais du dépositaire, commission de mouvement, autres frais récurrents (frais administratifs, frais d'opérations, frais de communication, frais de contentieux, ...).

Source : Mission.

## Annexe V

### Graphique 2 : L'outil de calcul des frais de gestion pour les FCPI, FIP, holdings ISF et FCPR

#### Seconde partie : calcul des frais de gestion et du rendement net des frais

- 1 **Evolution annuelle du capital** : impact du taux de croissance sur l'actif net de l'année précédente.

		Evolution annuelle du capital							
Capital initial net des frais initiaux non récurrents		n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8
S1	9 450 €	10 248 €	10 642 €	11 050 €	11 474 €	11 915 €	12 372 €	12 847 €	13 340 €
S2		9 632 €	9 400 €	9 174 €	8 953 €	8 737 €	8 527 €	8 322 €	8 121 €
S3		8 227 €	6 857 €	5 716 €	4 765 €	3 972 €	3 310 €	2 759 €	2 300 €

- 2 **Calcul de l'actif net des frais de gestion non récurrents et récurrents** pour les six scénarios (trois scénarios de rendement différents croisés avec deux scénarios de rachat à cinq et huit ans).

		n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8
Evolution de l'actif net des frais de gestion									
Scénario 1		9 813 €	10 189 €	10 580 €	10 987 €	11 408 €	11 846 €	12 301 €	12 773 €
Scénario 2		9 223 €	9 000 €	8 784 €	8 572 €	8 366 €	8 165 €	7 968 €	7 776 €
Scénario 3		7 877 €	6 566 €	5 473 €	4 562 €	3 803 €	3 170 €	2 642 €	2 202 €
Scénario 1,4						11 408 €			
Scénario 1,5						11 408 €	11 846 €	12 301 €	12 773 €
Scénario 2,4						8 366 €			
Scénario 2,5						8 366 €	8 165 €	7 968 €	7 776 €
Scénario 3,4						3 803 €			
Scénario 3,5						3 803 €	3 170 €	2 642 €	2 092 €

- 3 **Capital de sortie après imputation des frais de sortie** dans les six scénarios (hors « carried interest »).

		n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8
Capital de sortie après imputation des frais de sortie									
Scénario 1,4						11 408 €			
Scénario 1,5									12 134 €
Scénario 2,4						8 366 €			
Scénario 2,5									7 387 €
Scénario 3,4						3 803 €			
Scénario 3,5									2 092 €

- 4 **Identification des frais de gestion en euros** en valeur annuelle, en cumulé et en moyenne.

Frais de gestion	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	Total frais de gestion	Moyenne frais de gestion
Scénario 1,4	986 €	452 €	470 €	488 €	506 €				2 901 €	580 €
Scénario 1,5	986 €	452 €	470 €	488 €	506 €	526 €	546 €	1 206 €	5 179 €	647 €
Scénario 2,4	959 €	399 €	390 €	380 €	371 €				2 501 €	500 €
Scénario 2,5	959 €	399 €	390 €	380 €	371 €	362 €	354 €	734 €	3 951 €	494 €
Scénario 3,4	900 €	291 €	243 €	202 €	169 €				1 805 €	361 €
Scénario 3,5	900 €	291 €	243 €	202 €	169 €	141 €	117 €	208 €	2 271 €	284 €

- 5 **Rendement hors avantage fiscal net des frais de gestion** et taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement pour les six scénarios.

Rendement hors avantage fiscal net des frais de gestion	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	Rendement moyen hors avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)
Scénario 1,4	-1,87%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%				2,7%
Scénario 1,5	-1,87%	3,84%	3,84%	3,84%		3,84%	3,84%	-1,35%	2,4%
Scénario 2,4	-7,77%	-2,41%	-2,41%	-2,41%	-2,41%				-3,5%
Scénario 2,5	-7,77%	-2,41%	-2,41%	-2,41%		-2,41%	-2,41%	-7,29%	-3,7%
Scénario 3,4	-21,23%	-16,64%	-16,64%	-16,64%	-16,64%				-17,6%
Scénario 3,5	-21,23%	-16,64%	-16,64%	-16,64%		-16,64%	-16,64%	-20,81%	-17,8%

- 6 **Taux de frais annuel et taux de frais annuel moyen (TFAM)** pour les six scénarios.

Taux de frais du FCPI	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	Taux moyen de frais du FCPI
Scénario 1,4	9,6%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%				5,3%
Scénario 1,5	9,6%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,3%	4,3%	9,0%	5,5%
Scénario 2,4	10,0%	4,3%	4,2%	4,3%	4,3%				5,4%
Scénario 2,5	10,0%	0,0425	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	9,0%	5,6%
Scénario 3,4	10,9%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%				5,6%
Scénario 3,5	10,9%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	9,0%	5,7%

- 7 **Capital de sortie après imputation des frais de sortie et réimputation du montant défiscalisé et calcul du rendement net de frais de gestion compris avantage fiscal** (taux de croissance annuel moyen pour les six scénarios).

		n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	Rendement y.c. avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)
Capital de sortie après imputation des frais de sortie et réimputation du montant défiscalisé										
Scénario 1,4						15 190 €				8,7%
Scénario 1,5									15 914 €	6,0%
Scénario 2,4						12 146 €				4,0%
Scénario 2,5									11 167 €	1,4%
Scénario 3,4						7 503 €				-5,4%
Scénario 3,5									5 872 €	-6,4%

Source : Mission.

Le détail des hypothèses et des échantillons de produits est présenté ci-dessous.

## 1.2. Pour évaluer le montant des frais prélevés, la mission a retenu plusieurs hypothèses et certaines conventions

### 1.2.1. Les hypothèses du modèle

**La première hypothèse est relative au montant de la souscription initiale :** le souscripteur investit un montant de 10 000 € l'année N. Ce montant correspond au ticket d'entrée moyen des souscripteurs de FCPI et FIP observé en 2008 : selon la DGFIP (direction générale des finances publiques), le ticket moyen sur les FIP était de 8 178 € et, sur les FCPI,/FCPR ISF de 7 788 €. En revanche, pour les holdings, le ticket moyen était nettement supérieur, à 19 743 €. Le choix de procéder à des modélisations à partir d'un ticket de 10 000 € répond également à un objectif de lisibilité et de pédagogie.

**La deuxième hypothèse consiste à retenir que le fonds, ou bien la holding, investit 80 % du capital souscrit dans des sociétés éligibles.** Ce montant de 80 % a été établi en fonction des normes observées dans le secteur. En effet, les notices des FCPI et FIP indiquent que le montant d'investissement dans les PME répondant aux critères d'éligibilité s'élèvera à « au moins 60 % », tandis que les holdings ISF PME affichent un taux supérieur à 90 %. Cette convention sur la part investie dans les PME est importante car elle forme l'assiette et, partant, détermine le montant de la réduction d'impôt. Cette part est en réalité variable d'un fonds à l'autre en fonction de sa politique d'investissement et de risque<sup>6</sup>. A des fins de comparabilité, un taux de 80 % identique pour les fonds et les holdings a été retenu.

**La troisième hypothèse porte sur le rendement annuel du produit (fonds ou holding) qui est réputé constant sur la période (évolution linéaire selon trois scénarios).** Cette convention sur l'évolution de la valeur liquidative permet de calculer les frais plus facilement, mais il est fréquent que la valeur liquidative connaisse des évolutions plus abruptes ou variables. Selon les professionnels du secteur, le profil de la valeur liquidative suivrait un modèle de courbe en « J » où la valeur des PME connaît une dépréciation les deux premières années avant de trouver le chemin d'une croissance au bout de trois à cinq ans.

Le modèle de simulation repose sur :

- ◆ trois hypothèses relatives de rendement du fonds établies à cinq ans (durée de détention minimale de part dans ces produits) :
  - scénario n°1 correspondant à un scénario optimiste qui permettrait d'accroître le capital investi de 50 % sur cinq ans hors frais de gestion (soit une croissance de 8,45 % par an) ;
  - scénario n°2 correspondant à un scénario médian avec un accroissement du capital investi de 10 % sur cinq ans (soit un taux de croissance de 1,92 % par an proche d'un niveau d'inflation moyen) ;
  - scénario n°3 correspondant à un scénario pessimiste de réduction du capital investi de 50 % sur cinq ans (soit une baisse de - 12,94 % par an) ;

---

<sup>6</sup> Pour les fonds ISF, plus la part investie dans les PME est importante, plus le montant de la souscription ouvre droit à réduction, mais plus l'actif est risqué.



## Annexe V

- ♦ une hypothèse de rachat en totalité des parts à l'expiration du délai légal de cinq ans et une hypothèse de rachat des parts au bout d'un délai de huit ans, qui correspond à la durée de souscription moyenne des fonds. Le souscripteur doit conserver ses parts de FCPI, FIP ou FCPR pendant une durée minimale de cinq ans. En pratique, la durée minimale de détention est souvent plus longue et correspond à la durée de vie du fonds. Sans tenir compte du risque de liquidité pour la cession des parts, la durée d'indisponibilité des fonds se situe entre sept et neuf ans dans la plupart des cas. Il est fréquent que les holdings liquident les souscriptions au terme des cinq ans qui constituent la durée minimum légale de détention. A contrario, les FCPR allégés destinés aux investisseurs institutionnels sont une épargne de très longue durée souvent proche des dix ans. Toutefois, à des fins de comparabilité entre les fonds et les holdings, **les comparaisons présentées dans le rapport ont été réalisées sur les scénarios de huit années de détention**. Il convient de noter que plus la durée de détention est longue, moins le TFAM est élevé car les frais fixes (frais d'entrée et frais de sortie) sont lissés sur davantage d'exercices.

Les six scénarios résultant du croisement de ces deux séries d'hypothèses ont été appliqués aux fonds et holdings de l'échantillon :

- ♦ à partir des frais indiqués dans les brochures d'information mises en ligne sur le site de l'AMF pour les FCPR, FCPI et FIP ;
- ♦ à partir des frais indiqués dans les brochures d'information et les prospectus d'émission mis en ligne sur les sites internet des holdings.

Enfin, pour des raisons de simplicité, l'inflation est considérée comme nulle sur la période de détention par convention.

### 1.2.2. Des conventions pour estimer certains frais

#### 1.2.2.1. Le périmètre des frais de gestion

La mission a choisi de retenir le périmètre le plus large dans le décompte des frais. Ainsi, au-delà des frais de gestion récurrents, il est nécessaire d'ajouter les frais non récurrents comme les frais d'entrée, de constitution et les frais de sortie. Par ailleurs, les commissions de surperformance (« *carried interest* ») ont été retracées pour chacun des produits, mais compte tenu de leur nature particulière, elles n'ont pas été incluses dans les taux de frais des scénarios dégageant des plus values<sup>7</sup>.

#### 1.2.2.2. L'estimation des frais facturés en termes réels

Même s'ils représentent une part très faible du montant total prélevé, certains frais, notamment les frais de commissaire aux comptes ou les frais de dépositaire, soulèvent des problèmes d'estimation car ils sont souvent exprimés au réel et non pas en pourcentage.

Pour convertir ces montants en pourcentage, la mission s'est fondée sur les informations communiquées par l'Association française de gestion financière (AFG) en les croisant avec d'autres données notamment celles communiquées par certaines sociétés de gestion :

- ♦ nombre moyen de souscripteurs par FCPI (haut de la fourchette) : 2 000 ;

---

<sup>7</sup> Le modèle de simulation permet d'en évaluer l'impact, mais leur inclusion introduit un biais dans la comparaison entre les scénarios : les scénarios à forte plus value font ainsi apparaître un taux de frais plus important que les scénarios à rendement nul ou négatif.

## Annexe V

- ◆ montant moyen de l'actif levé (haut de la fourchette) : 20 millions d'euros, soit un ticket moyen d'entrée de 10 000 € par souscripteur.

Les montants exprimés en euros et non en taux ont donc été divisés par 2 000 (montant réel par souscripteur) x 10 000 (montant réel par souscripteur rapporté au montant de l'actif levé). Ce résultat a ensuite été multiplié par 100 pour obtenir un résultat final en pourcentage de la valeur liquidative du fonds.

Par ailleurs, lorsqu'ils étaient identifiés, la mission n'a pas pris en compte les frais de contentieux. Les risques de contentieux sont en effet limités et non récurrents. De plus, les frais prévus pour ce type de dépenses sont faibles, de l'ordre de 0,01 %, et n'affectent pas significativement les résultats de l'étude.

### 1.2.2.3. *L'estimation des frais exprimés en maxima*

Plusieurs frais sont exprimés dans les notices d'information en plafond (« les frais prélevés seront au maximum de... ») et non pas en montant réel ou sous forme de taux. Pour réaliser l'agrégation de ces frais avec les autres, la mission a retenu les choix suivants :

- ◆ pour les frais non récurrents, la mission a retenu le plafond indiqué dans la notice d'information. Concernant les frais de souscription, qui sont majoritairement rétrocédés aux réseaux de distribution, leur amplitude est fonction des rabais que le distributeur est prêt à consentir à ses clients. Il en résulte que les frais facturés aux clients s'élèvent *a priori* au niveau du plafond, seuls certains clients bénéficiant d'une réduction. Dans ces conditions, il est apparu à la mission plus représentatif de calculer les frais sur la base des maxima retenus dans les notices d'information car il s'agit du montant payé par les souscripteurs n'ayant pas un pouvoir de négociation particulier ;
- ◆ pour les frais récurrents (frais administratifs, frais de tenue de compte, frais divers...), la mission a retenu la moitié du plafond. Ces frais couvrent en effet des dépenses qui, soit sont occasionnelles, soit atteignent le plus souvent des montants inférieurs au plafond, celui-ci étant fixé principalement par sécurité pour couvrir le fonds contre un imprévu. Un contrôle de cohérence entre les frais exprimés différemment selon les fonds a permis de s'assurer de la pertinence de cette convention.

### 1.2.2.4. *La prise en compte de la fiscalité*

Dans les FCPR allégés, les frais sont exprimés toutes taxes comprises dans le modèle alors qu'ils sont HT dans les notices car ils s'adressent à des entreprises et non à des particuliers. Les frais de gestion des FCPR sont ainsi majorés par rapport aux frais réels, mais leur niveau peut être de ce fait comparé avec ceux des FCPI, des FIP et des holdings, l'impact de la fiscalité ayant été neutralisé.

### 1.2.2.5. *Le phasage des investissements dans les PME*

La mission a fait l'hypothèse que les investissements dans les PME éligibles étaient engagés dès la première année. Cette hypothèse entraîne un biais à la hausse des frais sur les deux premières années (imputation des frais récurrents dès la première année de vie du fonds). Or ceux-ci sont en réalité imputés dès lors que le fonds a investi les montants souscrits dans des PME éligibles, c'est-à-dire en moyenne au bout d'un délai de 18 à 24 mois.

L'effet est toutefois marginal sur le niveau des frais et n'affecte pas la comparaison entre fonds.

### 1.2.2.6. L'assiette des taux de frais de gestion

La mission a veillé à asseoir les frais sur les assiettes définies par les sociétés de gestion dans leurs notices d'information, c'est-à-dire tantôt le montant des souscriptions, tantôt la valeur liquidative, tantôt une combinaison des deux qui peut être variable au cours de la durée de détention.

## 1.3. Les échantillons ont été sélectionnés pour tester l'hypothèse d'une surfacturation en fonction du montant de l'avantage fiscal par les sociétés de gestion

### 1.3.1. Un échantillon « test » constitué de produits commercialisés après la loi TEPA

Pour déterminer s'il y a une « captation » de tout ou partie de l'avantage fiscal octroyé par la loi TEPA, la mission a choisi de comparer des produits identiques commercialisés avant et après l'entrée en vigueur de cette loi. La mission a ainsi défini un échantillon test de produits (FCPI, FIP et holdings ISF-PME) dont la période de souscription s'est achevée après le 20 juin 2007 donc ouvrant droit à la réduction d'ISF prévue par la loi TEPA, 2008 (souscriptions réalisées jusqu'au 15 juin 2008) ou 2009 (souscriptions réalisées jusqu'au 15 juin 2009).

L'échantillon retenu porte sur une sélection de 13 FCPI et 12 FIP ouverts aux souscriptions en 2008 et, dans la mesure du possible, représentatifs des pratiques du marché, notamment en matière de taille des acteurs (fonds importants et fonds plus petits), de structuration du marché (fonds distribués par de grands réseaux de distribution et fonds distribués par des conseillers en gestion de patrimoine indépendants).

**Tableau 1 : Liste des FCPI dont les frais de gestion ont fait l'objet d'une simulation**

<b>Liste des FCPI 2008</b>
123Multinova IV Équilibre
A plus croissance
Alto Innovation 6
Antin FCPI 7
AXA Placement Innovation VII
Banque populaire Innovation amorçage
CAAM Innovation 9
FCPI Générations futures 2
FCPI La Banque postale innovation 6
FCPI Innovation durable
Innovation pluriel
Innoven Europe n°2 compartiment 1
Partenariat & Innovation 2

*Source : Mission.*

## Annexe V

**Tableau 2 : Liste des FIP dont les frais de gestion ont fait l'objet d'une simulation**

Liste des FIP 2008
FIP 123Capital PME
A plus proximité 2
FIP Aquitaine Pyrénées Languedoc Développement 1
Diadème proximité I
FIP Entrepreneurs Est 2
FIP France Alto 3
FIP Générations entrepreneurs 2
FIP Hexagone croissance 3
FIP Neoveris Corse 2008
Nexstage transmission 2007
OTC Chorus 2
SGAM AI FIP Opportunités

*Source : Mission.*

La méthode est également appliquée à un échantillon de dix holdings ISF 2009 sélectionnées selon les mêmes critères que l'échantillon de FCPI et de FIP. L'échantillon est constitué de holdings ayant fait offre au public de titres financiers (anciennement appel public à l'épargne) et, par conséquent, ayant émis un prospectus visé par l'AMF.

**Tableau 3 : Holdings dont les frais de gestion ont fait l'objet d'une simulation**

Echantillon de holdings
123 Holding ISF 2009
A plus Holding ISF
Audacia ISF 2015
Entreprise et patrimoine
Financière Viveris
ISF Capital développement 2015
ISF Croissance 2009
ISF Développement PME
Succès Europe
Sun'R invest 2

*Source : Mission.*

Ce premier travail permet de dresser un panorama des frais de gestion, de leur niveau, de leur dispersion et de leur structure.

### **1.3.2. Deux échantillons « témoin » avec des produits identiques commercialisés avant la loi TEPA et des produits comparables (FCPR), mais n'ouvrant pas droit à avantage fiscal ISF PME**

Les résultats de l'échantillon « test » sont comparés à deux échantillons « témoins » :

- ◆ un échantillon de douze fonds (six FCPI et six FIP) gérés par des sociétés de gestion de l'échantillon test et dont l'échéance de la période de souscription est antérieure au 20 juin 2007. La comparaison permet d'établir si la création du dispositif TEPA s'est traduite par une hausse des frais de gestion prélevés sur les fonds ;

## Annexe V

- ◆ un échantillon de douze fonds « allégés » n’ouvrant pas droit à avantage fiscal sur la même période de souscription que pour l’échantillon « test ». Les fonds allégés relèvent de modalités d’investissement proches de celles des fonds agréés constituant l’échantillon « test ». L’application de la méthode aux fonds allégés permet d’identifier si les frais de gestion prélevés par les fonds allégés sont moins élevés que ceux prélevés par les fonds agréés et ainsi de mettre en évidence une éventuelle surfacturation pour ces derniers liée à l’octroi d’un avantage fiscal.

**Tableau 4 : Échantillon de fonds témoins antérieurs à la loi TEPA**

<b>Liste des fonds témoins antérieurs à la loi TEPA</b>
<b>FCPI</b>
123Multinova Europe
Alto Innovation 4
A Plus Innovation 4
AXA Placement Innovation VI
FCPI La Banque postale innovation 2
SOGE Innovation Evolution IV
<b>FIP</b>
123Expansion
A plus proximité
Aquitaine Pyrénées Languedoc FIP 2005
FIP France Alto
FIP Hexagone croissance 1
FIP Neoveris Réunion 2005

*Source : Mission.*

**Tableau 5 : FCPR allégés n’ouvrant pas droit à une réduction d’ISF dont les frais de gestion ont fait l’objet d’une simulation**

<b>Liste de FCPR allégés témoins</b>
AGF Private Equity Holding
Annapurna FCPR
AXA Expansion Fund II
Barclays Private Equity FCPR C 2003
Convergent Technologies
Crédit Agricole Private Equity Fund of Funds
Emertec
FCPR Diadème Global Sélection
FCPR SGAM AI Next World
ING Parcom Private Equity II FCPR
FCPR Robertsau Investissement
FCPR SIPAREX Italia

*Source : Mission.*

#### 1.4. L'analyse des limites méthodologiques ainsi que les tests de sensibilité permettent de considérer les résultats comme relativement robustes

La méthode de simulation des frais théoriques présente deux principales limites :

- ◆ elle implique de retenir des conventions qui peuvent diverger des conditions réelles observées sur le marché. Par exemple, les taux de rendement moyens, identiques pour tous les fonds, ne reflètent pas les éventuelles différences de performance d'un fonds à l'autre. Par ailleurs, chaque fois que les frais sont exprimés au moyen d'une fourchette ou d'un plafond qui peut parfois être élevé, il est nécessaire d'arrêter un montant moyen qui peut, selon les cas, correspondre au plafond, à un taux moyen généralement constaté ou à une part plus ou moins grande du plafond ;
- ◆ elle ne permet pas de prendre en compte les pratiques discrétionnaires et les pratiques commerciales des fonds. Par exemple, les remises accordées au souscripteur sur les frais de souscriptions. Il n'est pas possible d'estimer le pouvoir de négociation du souscripteur ou la politique commerciale du fonds ou du réseau de distribution.

Cette méthode présente en revanche trois principaux avantages :

- ◆ elle permet de réaliser **une comparaison homogène des frais prélevés** par les fonds toutes choses égales par ailleurs ;
- ◆ elle permet de **calculer les frais prélevés sur l'ensemble du cycle de vie du produit** en agrégeant les frais récurrents et les frais non récurrents, les frais fixes et les frais variables, quel que soit le mode de calcul des frais (taux, montant etc.). Cette méthode permet ainsi de calculer **un indicateur agrégé des frais prélevés annuellement en moyenne sur la période** (le taux de frais annuel moyen), un montant total des frais prélevés sur la période et un capital de sortie net des frais prélevés sur la durée de détention ;
- ◆ elle offre une grande souplesse d'utilisation dans la mesure où les hypothèses initiales peuvent être modifiées *ad libitum* et les scénarios enrichis autant que nécessaire. La méthode permet par conséquent de tester un grand nombre de scénarios et notamment d'apprécier la sensibilité des résultats aux hypothèses.

En particulier, s'agissant des hypothèses de rendement, un test de sensibilité a été conduit pour apprécier l'impact sur un FCPI proche de la moyenne d'une hypothèse de rendement très favorable. Ainsi, un taux de rendement annuel hors frais de gestion de 24,6 %<sup>8</sup> a été appliqué au FCPI dont les caractéristiques étaient les plus proches de la moyenne. Compte tenu de l'effet de l'assiette sur les frais de gestion, il en ressort que le montant des frais de gestion augmente fortement en valeur absolue (dans ce scénario extrême, ils sont de 1 273 € par an contre 473 € par an dans le scénario (2.5) au rendement modéré), mais que le taux de frais annuel moyen reste presque stable (respectivement 5,1 % dans ce scénario extrême contre 5,3 % dans le scénario (2.5)). Le total des frais non actualisé est supérieur à 10 000 € soit le capital initialement investi. En dépit de ces frais importants, le capital de sortie est très favorable à l'épargnant avec 37 699 € hors avantage fiscal (rendement annuel moyen de 18,3 %) ou 41 493 € y compris avantage fiscal (rendement annuel moyen de 22 %).

---

<sup>8</sup> Ce taux de croissance annuel moyen permet d'accroître son capital de 200 % en cinq ans et de 480 % en huit ans.

Ce scénario maximisé n'est pas irréaliste compte tenu de la nature des fonds qui sont risqués (investissement au capital de PME), mais à fort potentiel de rendement à long terme. Toutefois, il ne s'agit pas forcément du scénario le plus probable si l'on regarde, en moyenne, les performances de ce type de fonds au cours de la décennie précédente. En effet, la plupart des fonds ont une valorisation très en-deçà du montant initial en raison de l'éclatement de la bulle internet<sup>9</sup>.

## 2. L'analyse met en évidence un niveau de frais élevé

### 2.1. Le niveau moyen des frais de gestion s'élève à 5,5 % pour les FCPI et les FIP postérieurs à la loi TEPA avec de faibles écarts tarifaires

Dans le scénario médian (rendement annuel de la valeur liquidative de +1,92 % sur 8 ans), le TFAM s'élève à 5,5 %. Ce résultat prend en compte l'ensemble des frais, qu'ils soient récurrents ou non récurrents, sur toute la période hors « *carried interest* ».

La plupart des fonds pratiquent des frais annuels compris entre 4,9 % et 6.1 %. La dispersion des TFAM apparaît faible : l'écart-type est de seulement 0,8 point dans le scénario 2, ce qui correspond à moins d'un demi-point à la hausse ou à la baisse. La moitié des fonds ont un taux de frais de gestion très proche de la moyenne du marché et s'écartent de moins de 0,4 point de celle-ci.

Ces premiers constats appellent deux observations :

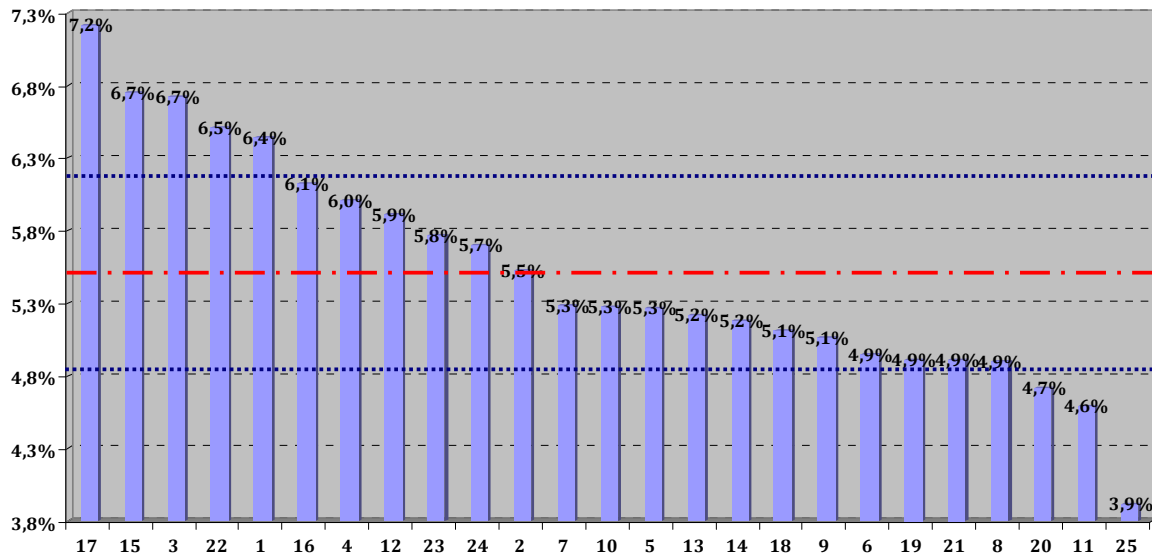
- ♦ avec un tel niveau de frais de gestion moyens, il apparaît que ces produits sont d'une gestion onéreuse et qu'ils doivent dégager une performance élevée pour rémunérer la prise de risque liée à cette classe d'actifs et à sa faible liquidité. Avec un rendement annuel brut inférieur à 10 % et un taux de frais de plus de 5 %, le rendement net des frais serait comparable à un investissement en obligations (peu risquées, mais peu liquides).
- ♦ en pratique, la politique tarifaire n'est pas l'élément de différenciation de ces produits d'épargne et de défiscalisation : dans la documentation commerciale, les caractéristiques de différenciation mises en avant concernent davantage la politique d'investissement (part investie en PME ouvrant droit à avantage fiscal ; niveau de risque et rendement ; durée de détention ; secteur d'investissement).

---

<sup>9</sup> Cf. « Performance nette des acteurs français du Capital investissement à fin 2008 », juillet 2009, AFIC, Ernst&Young, Thomson Reuters. A long terme, la performance du capital investissement français mesurée à la fin 2008 s'établit à 11,7 %, mais recule de 2,5 points entre 2007 et 2008. Les performances élevées constatées à moyen terme sont largement portées par les fonds de capital transmission / LBO. Les FCPI et FIP sont fortement impactés par la crise économique et financière. Ainsi, depuis l'origine (1998-2008), mesuré à fin 2008, les FCPI et FIP ont réalisé une performance annuelle moyenne de -0,7 % en 2007 et de -4,8 % en 2008. Ces rendements sont calculés hors avantage fiscal. Les FCPI-FIP les plus performants (premier quartile) ont délivré une performance annuelle moyenne depuis l'origine de 1,9 %. Le quartile le moins performant réalise un TRI Préciser cet acronyme de -17,1 %.

## Annexe V

**Graphique 3 : Taux moyens annuels des frais de l'échantillon de FCPI et FIP post-TEPA en scénario 2 (+1,92 % par an sur l'actif net)**



*Source : Mission. Ce taux moyen sur huit ans comprend les frais récurrents (commissions de gestion, honoraires du commissaire aux comptes, commission de dépositaire, commissions de mouvement frais indirects) et les frais non récurrents (commission de souscription ; commission de constitution ; frais de rachat).*

Le taux de frais varie selon les hypothèses de rendement. En effet, dans le scénario 1 où le rendement est élevé (+8,45 % par an), le taux de frais annuel moyen des fonds de l'échantillon s'élève à 5,3 %. Le taux de frais est légèrement moins élevé car les frais exprimés en valeur absolue ou les frais calculés sur la valeur de souscription sont dilués dans un actif en croissance forte<sup>10</sup>. *A contrario* dans le scénario avec moins value (-12,94 % par an), le TFAM est plus élevé, les frais représentant 7,5 % de l'actif net. Il s'agit d'un effet d'assiette : certains fonds ayant assis leurs frais de gestion récurrents sur le montant des souscriptions, la part des frais prélevés augmente fortement dans un scénario de diminution de la valeur liquidative.

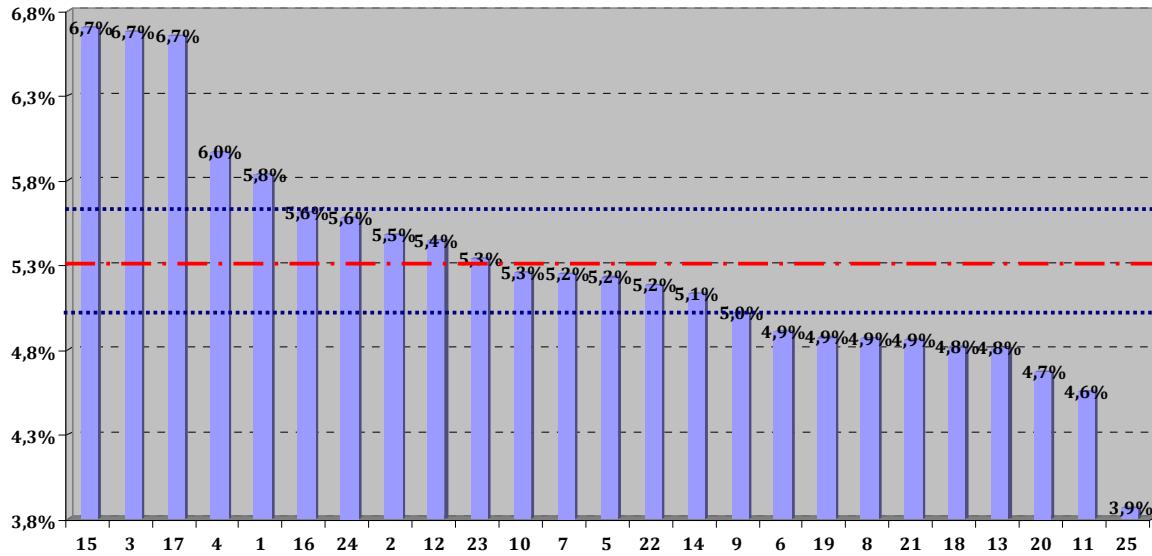
Dans le scénario à forte plus value qui est le seul concerné par la prise en compte du « *carried interest* » à hauteur de 20 % pour un FCPI type, le taux de frais annuel moyen y compris « *carried interest* » s'élève à 6,1 % contre 5,5 % sans, soit un niveau de frais de 5 843 € contre 5 179 € (ce qui correspond à une majoration des frais de 664 € pour un capital initial de 10 000 €).

<sup>10</sup> Il convient de noter que les TFAM ont été calculés sur le base de l'actif net de l'exercice correspondant, et non pas sur le montant initial des souscriptions. Si cette dernière assiette avait été retenue, la dispersion des TFAM aurait été plus faible encore. En effet, dans le scénario 1, le dénominateur serait plus petit que dans l'hypothèse retenue ci-dessus (le montant des souscriptions étant plus faible que la valeur liquidative dans un scénario à fort rendement) et par conséquent le TFAM plus élevé, tandis que dans le scénario 3 le dénominateur serait plus élevé (le montant des souscriptions étant plus important qu'une valeur liquidative décroissante chaque année) et le TFAM plus faible.



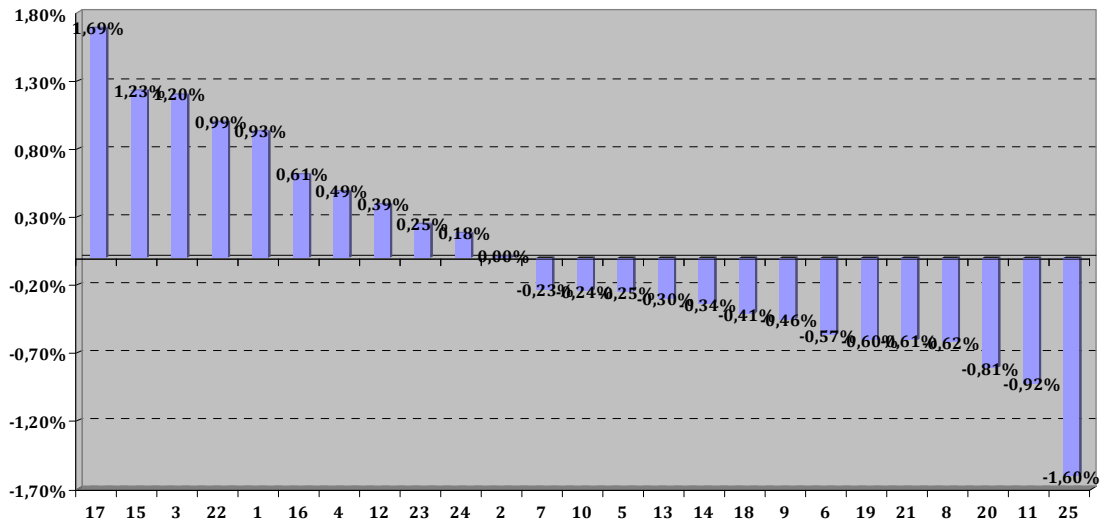
## Annexe V

**Graphique 4 : Taux moyens annuels des frais de l'échantillon de FCPI et FIP post-TEPA en scénario 1 (+8,45 % par an sur l'actif net)**



*Source : Mission. Ce taux moyen sur huit ans comprend les frais récurrents (commissions, de gestion, honoraires du commissaire aux comptes, commission de dépositaire, commissions de mouvements ainsi que tous les frais indirects) et les frais non récurrents (commission de souscription ou droits d'entrée, commission de constitution ; frais de rachats et droits de sortie).*

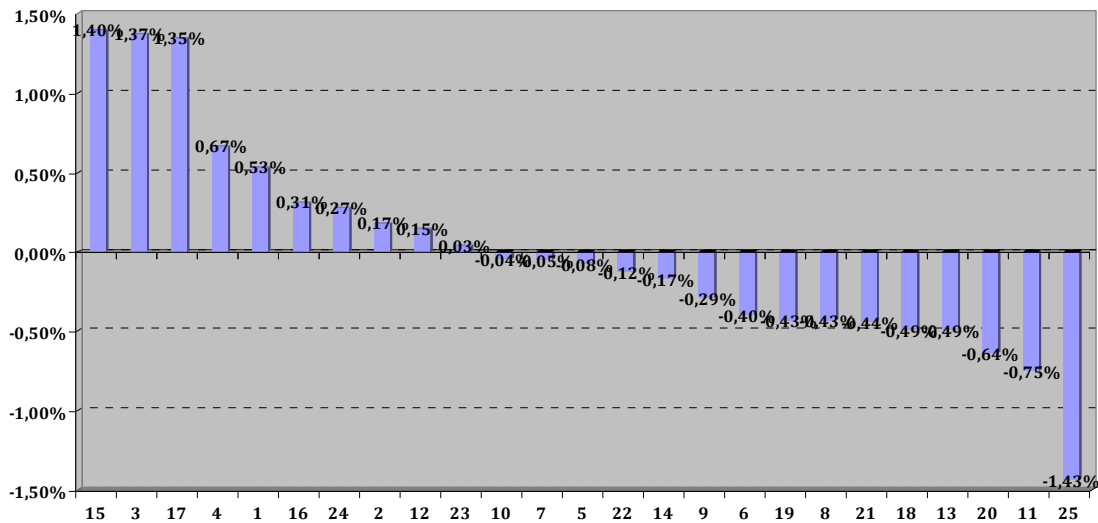
**Graphique 5 : Écarts à la moyenne de 5,5 % du taux de frais de gestion en scénario 2 (échantillon de FCPI et FIP post-TEPA)**



*Source : Mission.*

## Annexe V

**Graphique 6 : Écarts à la moyenne de 5,5 % du taux de frais de gestion en scénario 1  
(échantillon de FCPI et FIP post-TEPA)**



*Source : Mission.*

Dans le scénario 3, l'écart-type est plus important et s'élève à 3,5 points. Ce résultat s'explique à nouveau par l'effet d'assiette : les différences de choix d'assiette entre le montant des souscriptions et la valeur liquidative se traduisent par des différences marquées de TFAM dans un scénario de baisse de la valeur liquidative, alors que dans un scénario de progression de la valeur liquidative (scénario 1) la performance du fonds, renforcée par l'avantage fiscal, diminue fortement l'importance relative des frais de gestion dans la comparaison des fonds.

Enfin, il convient de noter que la différence de taux de frais entre les FCPI et les FIP est négligeable (-0,1 % en moyenne pour les FIP). Il n'y a donc pas d'écart de niveau de frais significatif entre ces deux véhicules d'investissement en dépit du fait que les FIP bénéficient de règles d'investissement plus souples que les FCPI.

**Annexe V**

**Tableau 6 : Résultats de la simulation des frais de gestion pour les FCPI et FIP**

Numéro	Type	Hypothèse de rachat en n+8 (capital initial 10 000 € ; avantage fiscal entre 3 700 € et 3 900 €)		Capital initial net des frais initiaux non récurrents	Capital de sortie après imputation des frais de sortie			Rendement moyen hors avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)			Taux moyen de frais du FCPI (hors « carried interest »)			Rendement y.c. avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)		
		Société de gestion	Nom du produit		Tous scénarios	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5
1	FCPI	FCPI n°1		9 450 €	11 835 €	6 865 €	1 381 €	2,1 %	-4,6 %	-21,9 %	5,8 %	6,4 %	10,5 %	5,7 %	0,8 %	-7,9 %
2	FCPI	FCPI n°2		9 400 €	12 194 €	7 424 €	2 103 €	2,5 %	-3,7 %	-17,7 %	5,5 %	5,5 %	5,7 %	6,0 %	1,4 %	-6,5 %
3	FCPI	FCPI n°3		9 400 €	11 022 €	6 711 €	1 901 €	1,2 %	-4,9 %	-18,7 %	6,7 %	6,7 %	6,9 %	5,0 %	0,6 %	-6,9 %
4	FCPI	FCPI n°4		9 450 €	11 685 €	7 114 €	2 015 €	2,0 %	-4,2 %	-18,1 %	6,0 %	6,0 %	6,1 %	5,6 %	1,1 %	-6,6 %
5	FCPI	FCPI n°5		9 485 €	12 436 €	7 571 €	2 144 €	2,8 %	-3,4 %	-17,5 %	5,2 %	5,3 %	5,4 %	6,2 %	1,6 %	-6,3 %
6	FCPI	FCPI n°6		9 470 €	12 784 €	7 783 €	2 204 €	3,1 %	-3,1 %	-17,2 %	4,9 %	4,9 %	5,1 %	6,5 %	1,8 %	-6,2 %
7	FCPI	FCPI n°7		9 480 €	12 420 €	7 561 €	2 141 €	2,7 %	-3,4 %	-17,5 %	5,2 %	5,3 %	5,4 %	6,2 %	1,6 %	-6,3 %
8	FCPI	FCPI n°8		9 570 €	12 817 €	7 803 €	2 210 €	3,2 %	-3,1 %	-17,2 %	4,9 %	4,9 %	5,0 %	6,6 %	1,9 %	-6,1 %
9	FCPI	FCPI n°9		9 400 €	12 667 €	7 712 €	2 184 €	3,0 %	-3,2 %	-17,3 %	5,0 %	5,1 %	5,2 %	6,4 %	1,7 %	-6,3 %
10	FCPI	FCPI n°10		9 700 €	12 415 €	7 559 €	2 141 €	2,7 %	-3,4 %	-17,5 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	6,3 %	1,7 %	-6,1 %
11	FCPI	FCPI n°11		9 450 €	13 173 €	8 020 €	2 271 €	3,5 %	-2,7 %	-16,9 %	4,6 %	4,6 %	4,7 %	6,8 %	2,1 %	-6,1 %
12	FCPI	FCPI n°12		9 400 €	12 224 €	7 186 €	948 €	2,5 %	-4,0 %	-25,5 %	5,4 %	5,9 %	14,3 %	6,0 %	1,1 %	-9,0 %
13	FCPI	FCPI n°13		9 475 €	12 889 €	7 610 €	1 871 €	3,2 %	-3,4 %	-18,9 %	4,8 %	5,2 %	7,0 %	6,6 %	1,7 %	-6,9 %
14	FIP	FIP n°14		9 394 €	12 549 €	7 640 €	2 164 €	2,9 %	-3,3 %	-17,4 %	5,1 %	5,2 %	5,3 %	6,3 %	1,6 %	-6,3 %
15	FIP	FIP n°15		9 386 €	10 999 €	6 696 €	1 896 €	1,2 %	-4,9 %	-18,8 %	6,7 %	6,7 %	6,9 %	5,0 %	0,6 %	-6,9 %
16	FIP	FIP n°16		9 400 €	12 057 €	7 055 €	1 686 €	2,4 %	-4,3 %	-20,0 %	5,6 %	6,1 %	8,2 %	5,9 %	1,0 %	-7,3 %
17	FIP	FIP n°17		9 380 €	11 038 €	6 432 €	903 €	1,2 %	-5,4 %	-26,0 %	6,7 %	7,2 %	14,8 %	5,0 %	0,2 %	-9,1 %
18	FIP	FIP n°18		9 505 €	12 888 €	7 680 €	1 273 €	3,2 %	-3,2 %	-22,7 %	4,8 %	5,1 %	11,2 %	6,6 %	1,7 %	-8,1 %
19	FIP	FIP n°19		9 450 €	12 826 €	7 809 €	2 212 €	3,2 %	-3,0 %	-17,2 %	4,9 %	4,9 %	5,0 %	6,5 %	1,9 %	-6,2 %
20	FIP	FIP n°20		9 400 €	13 049 €	7 944 €	2 250 €	3,4 %	-2,8 %	-17,0 %	4,7 %	4,7 %	4,8 %	6,7 %	2,0 %	-6,2 %
21	FIP	FIP n°21		9 400 €	12 839 €	7 816 €	2 214 €	3,2 %	-3,0 %	-17,2 %	4,9 %	4,9 %	5,0 %	6,5 %	1,8 %	-6,2 %
22	FIP	FIP n°22		9 381 €	12 493 €	6 820 €	837 €	2,8 %	-4,7 %	-26,7 %	5,2 %	6,5 %	15,4 %	6,3 %	0,7 %	-9,3 %
23	FIP	FIP n°23		9 400 €	12 337 €	7 273 €	1 088 €	2,7 %	-3,9 %	-24,2 %	5,3 %	5,8 %	13,0 %	6,1 %	1,2 %	-8,7 %
24	FIP	FIP n°24		9 480 €	12 090 €	7 307 €	2 023 €	2,4 %	-3,8 %	-18,1 %	5,6 %	5,7 %	6,1 %	6,0 %	1,3 %	-6,6 %
25	FIP	FIP n°25		9 725 €	13 944 €	8 469 €	2 399 €	4,2 %	-2,1 %	-16,3 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %	7,5 %	2,7 %	-5,6 %

Source : Mission. Hypothèse de rachat en n+8 ; capital initial de 10 000 € ; trois scénarios de rendement annuel moyen (scénario 1 : +8,45 % ; scénario 2 : +1,92 % ; scénario 3 : -12,94 %). Les produits dont l'intitulé est grisé sont ceux dont les frais de gestion sont calculés sur une assiette différente du montant de l'actif net. Echantillon de 25 fonds postérieurs à la loi TEPA ; les fonds grisés sont ceux qui utilisent une assiette autre que la valeur de l'actif net pour le calcul de leurs frais de gestion récurrents. Les fonds et les sociétés de gestion ont été anonymisés.

## Annexe V

**Tableau 7 : Synthèse de la simulation des frais de gestion pour les FCPI et FIP (échantillon de 25 fonds postérieurs à la loi TEPA)**

Hypothèse de rachat en n+8 (capital initial 10 000 € ; avantage fiscal entre 3 700 € et 3 900 €)		Capital initial net des frais initiaux non récurrents	Capital de sortie après imputation des frais de sortie			Rendement moyen hors avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)			Taux moyen de frais du FCPI (hors « <i>carried interest</i> »)			Rendement y.c. avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)		
			Tous scénarios	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5
<b>Moyenne</b>		9 457 €	12 387 €	7 434 €	1 858 €	2,7 %	-3,7 %	-19,3 %	5,3 %	5,5 %	7,5 %	6,2 %	1,4 %	-6,9 %
<b>Ecart-type</b>		90 €	693 €	483 €	485 €	0,7 %	0,8 %	3,2 %	0,7 %	0,8 %	3,5 %	0,6 %	0,6 %	1,1 %
<b>Minimum</b>		9 380 €	10 999 €	6 432 €	837 €	1,2 %	-5,4 %	-26,7 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %	5,0 %	0,2 %	-9,3 %
<b>Maximum</b>		9 725 €	13 944 €	8 469 €	2 399 €	4,2 %	-2,1 %	-16,3 %	6,7 %	7,2 %	15,4 %	7,5 %	2,7 %	-5,6 %

*Source : Mission. Hypothèse de rachat en n+8 ; capital initial de 10 000 € ; trois scénarios de rendement annuel moyen (scénario 1 : +8,45 % ; scénario 2 : +1,92 % ; scénario 3 : -12,94 %).*

## Annexe V

A partir de ces premiers éléments d'ensemble, la mission a reconstitué la structure de frais d'un FCPI type qui correspondrait à la moyenne. Elle a procédé à la comparaison entre ce FCPI type et les échantillons témoins (cf. 2.2).

Par ailleurs, la mission a testé d'autres modes de calcul du taux de frais. Ainsi, pour un FCPI type, ont été calculés un TFAM rapporté au montant de la souscription initiale et un taux de frais cumulé moyen (TFCM).

S'agissant du premier cas, le taux calculé sur le montant de la souscription tend à accroître les écarts car l'évolution des frais était écrasée par la variation de l'actif.

En moyenne, dans le scénario 2, **le TFAM passe de 5,5 % lorsqu'il est calculé sur l'actif net à 4,9 % lorsqu'il est calculé sur le montant des souscriptions** : avec un dénominateur plus important, le taux est nécessairement plus faible.

De même, le TFAM est fortement réduit dans un schéma à forte moins value : il s'élève à seulement 2,8 % par an lorsqu'il est calculé sur les souscriptions, contre 5,7 % en calcul sur la valeur de l'actif. Comme l'actif diminue fortement, les frais baissent en valeur absolue. La conversion de ces frais, à l'origine exprimés en fraction d'un actif net faible, en pourcentage de souscriptions plus élevées, réduit le TFAM à 2,8 %.

Enfin, le TFAM s'élève à 6,5 % en cas de forte plus value, les frais augmentant rapidement avec la valeur de l'actif.

**Le calcul du TFAM sur le montant de la souscription initiale** permettrait de comparer les frais entre les scénarios. Le TFAM utilisé par la mission rapporte les frais à la valeur de l'actif car, pour l'échantillon examiné, les frais étaient le plus souvent calculés en pourcentage de la valeur de l'actif net.

### **2.1.1. Le niveau élevé des frais de gestion est le produit d'une sédimentation de frais récurrents et non récurrents qui sont répartis au cours de la durée de détention du fonds**

Comme cela a été présenté dans l'annexe IV relative à la transparence des frais de gestion, la formation du total des frais correspond à l'agrégation de frais qui sont divers et variables au cours de la durée de vie du fonds.

#### **2.1.1.1. Des commissions de souscription et de constitution qui forment des droits d'entrée de 5,5 %**

En premier lieu, pour un FCPI ou un FIP type, il apparaît que le niveau des droits d'entrée s'élève à 5 % maximum du montant de la souscription. Ce niveau est proche de ce qui est pratiqué sur d'autres classes d'actifs comme les OPCVM action par exemple. Ces frais non récurrents ne sont imputés qu'au début de la durée de détention.

Les frais réellement facturés ne sont pas clairement connus (données non publiques couvertes par le secret commercial), mais il y a fréquemment des remises commerciales notamment dans les banques privées et la gestion sous mandat.

Ces frais sont reversés intégralement ou quasi intégralement aux réseaux de distribution (grands réseaux bancaires et CGPI notamment cf. annexe VI sur la distribution).

### **2.1.1.2. Des frais de gestion récurrents d'environ 4,2 %**

Pour les frais de gestion, la pratique de marché se situe entre 3,5 % et 4,5 %. Une partie est rétrocédée au distributeur : par exemple, la société de gestion se rémunère à hauteur de 2,5 % et facture 3,5 % en raison des rétrocessions au réseau de distribution. Ces produits récurrents permettent aux sociétés de gestion de bénéficier d'une ressource longue pour couvrir leurs charges et notamment leur masse salariale.

Selon les cas, des frais complémentaires dont la présentation est souvent hétérogène d'un produit à l'autre, sont également facturés. Ils servent à couvrir des frais d'investissement et de gestion (frais d'opérations réalisées et non réalisées<sup>11</sup>), des frais relatifs aux obligations légales du fonds (frais administratifs, frais de gestion comptable, frais de dépositaire, frais d'impression et d'envoi des rapports, frais de communication, frais de contentieux, conseils juridiques et fiscaux, frais d'étude et d'audit, assurance,...) ou encore des frais indirects. Les frais d'honoraires du commissaire aux comptes et les frais de dépositaire (gestion du client avec instruction du dossier client), qui représentent des montants faibles, sont parfois identifiés à part.

La comparabilité sur ces frais est très faible car les assiettes sont également hétérogènes : en pourcentage de la valeur de souscription ou de l'actif net ; en montant global pour le fonds ou par souscripteur ; sous forme de fourchette ou de plafond ; etc. Cela s'explique en partie par le fait qu'il s'agit de frais externes : ainsi le dépositaire facture en pourcentage de l'actif (plus il y a de souscripteurs, plus les frais seront élevés à partir d'un coût unitaire de 8 ou 9 € par dossier) tandis que le commissaire aux comptes facture des honoraires fixes qui ne se calculent pas en pourcentage.

Au total, ces frais sont peu lisibles et peu comparables sauf à conduire un travail spécifique. Notons que les revues et magazines spécialisés se contentent le plus souvent de comparer les produits à partir de leurs frais de gestion récurrents sans intégrer les autres frais.

En comparaison avec les OPCVM classiques, les frais récurrents habituellement pratiqués se situent entre 1,3 % et 1,5 %. Même en neutralisant l'effet des coûts de distribution supplémentaires liés aux rétrocessions, il reste un différentiel de frais de l'ordre de 1 à 2 %.

Toutefois, les OPCVM n'ont pas les mêmes obligations sur la fixation des frais sur longue période : en fonction de l'encours et de l'évolution de leurs charges, ils peuvent revoir régulièrement leur politique tarifaire. Par conséquent, le calcul des frais et le plan d'affaires (« *business model* ») des sociétés de gestion est établi avec d'importantes marges de sécurité pour couvrir les aléas de gestion à la hausse à horizon d'une huitaine d'années. Ce point tend à justifier les pratiques de définition des frais à partir de plafonds et de fourchettes larges.

### **2.1.1.3. Des frais de rachat prélevés au moment de la liquidation généralement à hauteur de 5 %, mais qui ne sont pas systématiques**

Lors du dernier exercice, des frais de rachat à hauteur maximum de 5 % de l'actif net sont prélevés au moment du rachat de ses parts par le souscripteur.

---

<sup>11</sup> Frais d'opérations non réalisées ou « *abort fees* ».

## Annexe V

**Tableau 8 : Montant des frais de rachat des FCPI de l'échantillon**

Liste des FCPI 2008	Taux de frais de rachat à 8 ans
FCPI La Banque postale innovation 6	0 %
123Multinova IV Equilibre	0 %
A plus croissance	0,6 %
Alto Innovation 6	5 %
Antin FCPI 7	5 %
AXA Placement Innovation VII	3 %
Banque populaire Innovation amorçage	4 %
CAAM Innovation 9	4 %
FCPI Générations futures 2	4 %
FCPI Innovation durable	0 %
Innovation pluriel	0 %
Innoven Europe n°2 compartiment 1	0 %
Partenariat & Innovation 2	0 %
<b>Moyenne</b>	<b>1,97 %</b>

*Source : Mission.*

**Tableau 9 : Montant des frais de rachat des FIP de l'échantillon**

Liste des FIP 2008	Taux de frais de rachat à 8 ans
FIP 123Capital PME	0 %
A plus proximité 2	0,5 %
FIP Aquitaine Pyrénées Languedoc Développement 1	0 %
Diadème proximité I	3 %
FIP Entrepreneurs Est 2	0 %
FIP France Alto 3	0 %
FIP Générations entrepreneurs 2	0 %
FIP Hexagone croissance 3	0 %
FIP Neoveris Corse 2008	5 %
Nexstage transmission 2007	0 %
OTC Chorus 2	0 %
SGAM AI FIP Opportunités	0 %
<b>Moyenne</b>	<b>0,71 %</b>

*Source : Mission.*

Tableau 10 : Montant des frais de rachat des holdings de l'échantillon

Echantillon de holdings	Taux de frais de rachat à 8 ans
123 Holding ISF 2009	0 %
A plus Holding ISF	0 %
Audacia ISF 2015	0 %
Entreprise et patrimoine	0 %
Financière Viveris	0 %
ISF Capital développement 2015	0 %
ISF Croissance 2009	6 %
ISF Développement PME	0 %
Succès Europe	0 %
Sun'R invest 2	0 %
<b>Moyenne</b>	<b>0,60 %</b>

Source : Mission.

Le montant des frais de rachat représente un très faible pourcentage du montant total des souscriptions en moyenne : la moyenne est de 1,97 % pour les FCPI (ce qui majore le TFAM de seulement 0,25 %), de 0,71 % pour les FIP (ce qui majore le TFAM de seulement 0,09 %) et 0,6 % pour les holdings (ce qui majore le TFAM de 0,08 %).

Dans les faits, la quasi-totalité des holdings et des FIP pratique un taux de frais de rachat nul en dehors des frais de rachat anticipés en cas de force majeure (cas de décès de souscripteurs et une demande de leurs héritiers par exemple qui n'ont pas été pris en compte dans le calcul du TFAM).

Les frais de rachat visent à prévenir les sorties anticipées des souscripteurs (cf. annexe IV relative à la transparence).

Dans près de la moitié des FCPI, les frais de rachat sont nuls. Cela correspond aux fonds où la durée de détention recommandée est la plus longue (pas de rachat avant huit ans sauf cas de force majeure) afin de compenser une immobilisation plus importante. Pour l'autre moitié, les montants affichés ne sont pas appliqués systématiquement.

#### 2.1.1.4. Un partage de la plus-value fixé à 20 % selon des pratiques de marché internationales

Lorsque le fonds a dégagé une plus-value, le partage de celle-ci s'effectue selon une règle de 80 % pour les souscripteurs et 20 % pour l'équipe dirigeant la société de gestion. Le montant de 20 % de « *carried interest* » correspond à une pratique de marché bien établie dans le « *private equity* »<sup>12</sup> et qui est plafonnée par décret<sup>13</sup> pour les FCPI et FIP.

Le « *carried interest* » n'a pas été pris en compte dans le périmètre du TFAM en raison de la nature particulière de cette rémunération (intéressement ; alignement des intérêts de la société de gestion sur ceux du souscripteur : la société de gestion ne perçoit une rémunération que lorsque le fonds est liquidé et que les souscripteurs ont été remboursés de leur investissement).

Par ailleurs, compte tenu de la médiocre performance des FCPI sur la dernière décennie, les sociétés de gestion ayant perçu un « *carried interest* » sont très minoritaires.

<sup>12</sup> « *High risk, high return* ».

<sup>13</sup> Réf. : 4<sup>ème</sup> alinéa du II de l'art. R. 214-69 du code monétaire et financier.



## Annexe V

A la différence des commissions de performance perçues de façon semestrielle sur les OPCVM, il s'agit d'un rendement hautement aléatoire sur une très longue période et d'un bonus et non un moyen de rémunérer les équipes au cours de la vie du fonds.

### **2.1.1.5. Des « frais cachés » peuvent exister lorsqu'ils s'imputent directement sur l'actif et qu'ils ne sont pas facturés au souscripteur**

Il existe un certain nombre de « frais cachés »<sup>14</sup>. En particulier, dans les holdings, il est souvent prévu des facturations de prestations aux sociétés cibles qui viennent alimenter la société de conseil en investissement au lieu de retourner au souscripteur et au fonds. Il s'agit le plus souvent de prestations de conseil. Cette technique peut rendre difficilement visibles les frais en s'imputant directement sur la plus ou la moins value pour l'investisseur et en réduisant le rendement de l'actif. Cette pratique n'a pas été rencontrée parmi les sociétés de gestion des fonds ou de façon très marginale, mais elle est juridiquement possible. Pour les holdings, l'estimation de ces frais a été reconstituée à partir d'entretiens avec les gestionnaires.

### **2.1.1.6. Le montant des frais est variable au cours de la durée de vie du produit**

Le graphique ci-après présente deux exemples de frais pratiqués sur des fonds pour une durée de détention de huit ans.

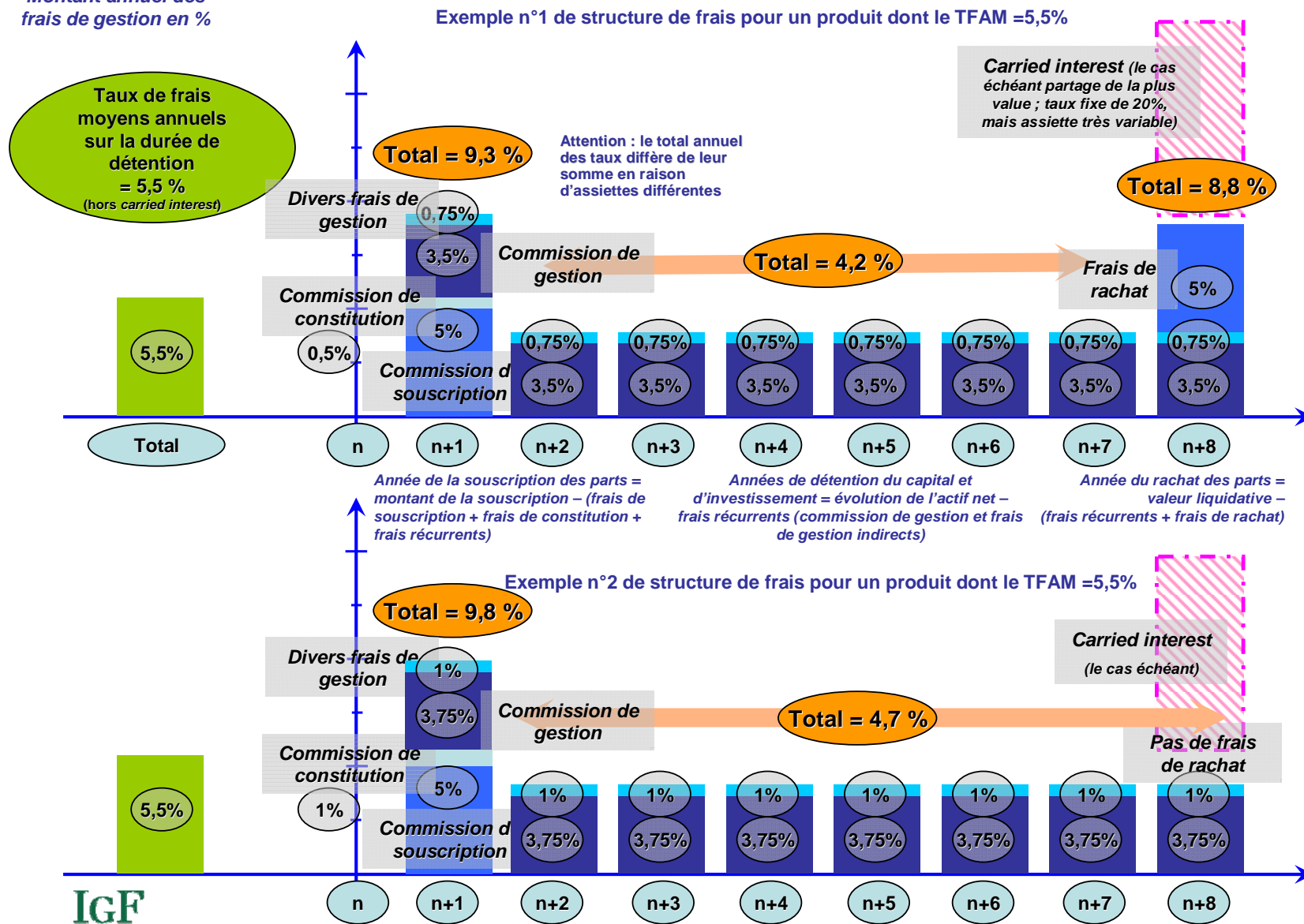
---

<sup>14</sup> Cette appellation existe également dans la finance anglo-saxonne, il s'agit des « *Hidden fees* » qui recouvrent les frais imputés « *on portfolio companies* » (frais externes comme les frais d'avocat, de conseil, de contentieux, de conseil d'administration ; frais internes liés à la gestion des parts, à l'audit et au conseil) et qui ne sont pas spécifiés dans les notices contractuelles.

Annexe V

Graphique 7 : L'évolution des frais de gestion sur la durée de vie d'un fonds type de FCPI (hors « carried interest ») en pourcentage

Montant annuel des frais de gestion en %

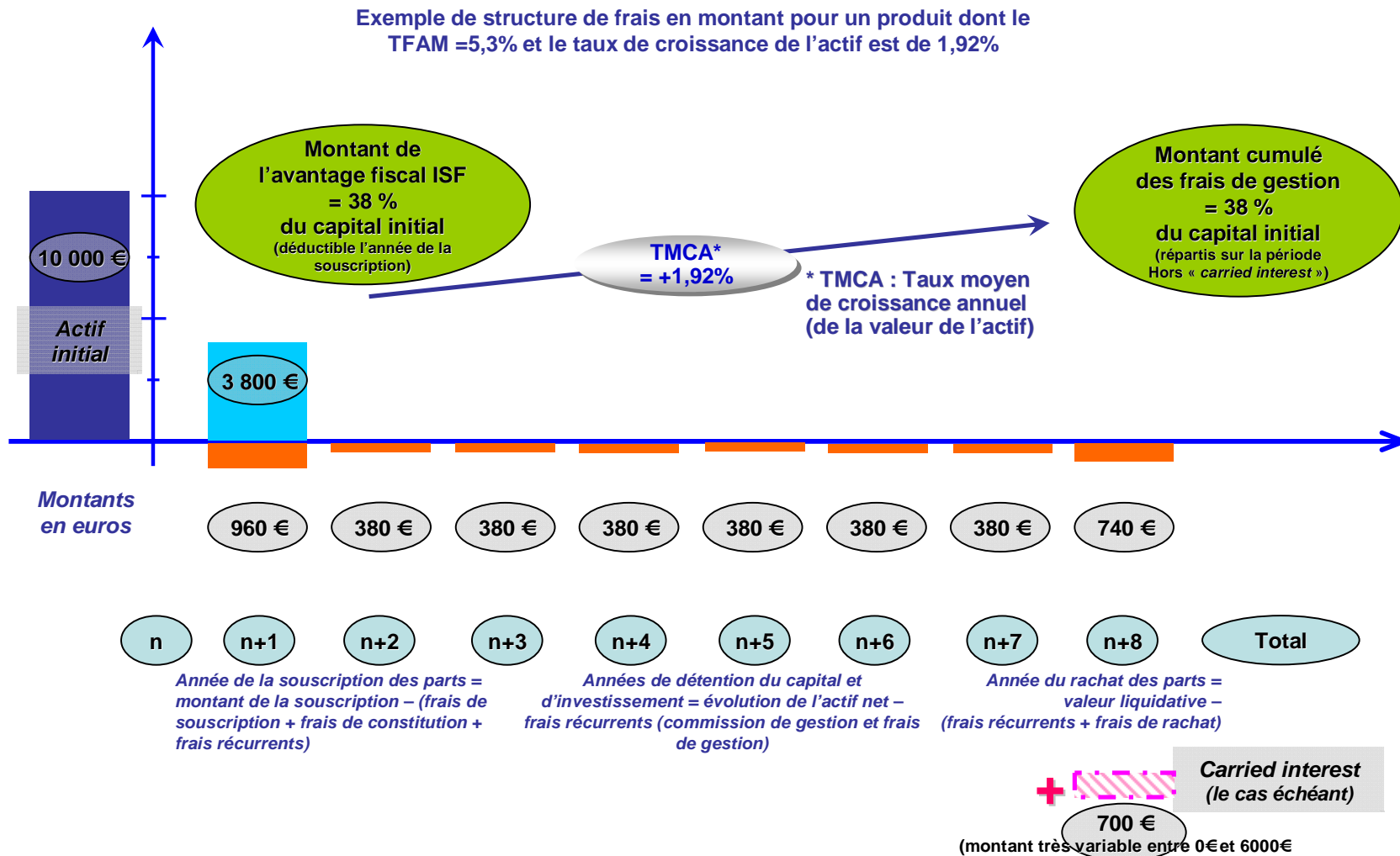


IGF  
INSPECTION GÉNÉRALE DES FINANCES

Source : Mission, Durée de détention de huit ans, capital initial de 10 000 € et hypothèse de rendement intermédiaire (scénario 2.5).

Annexe V

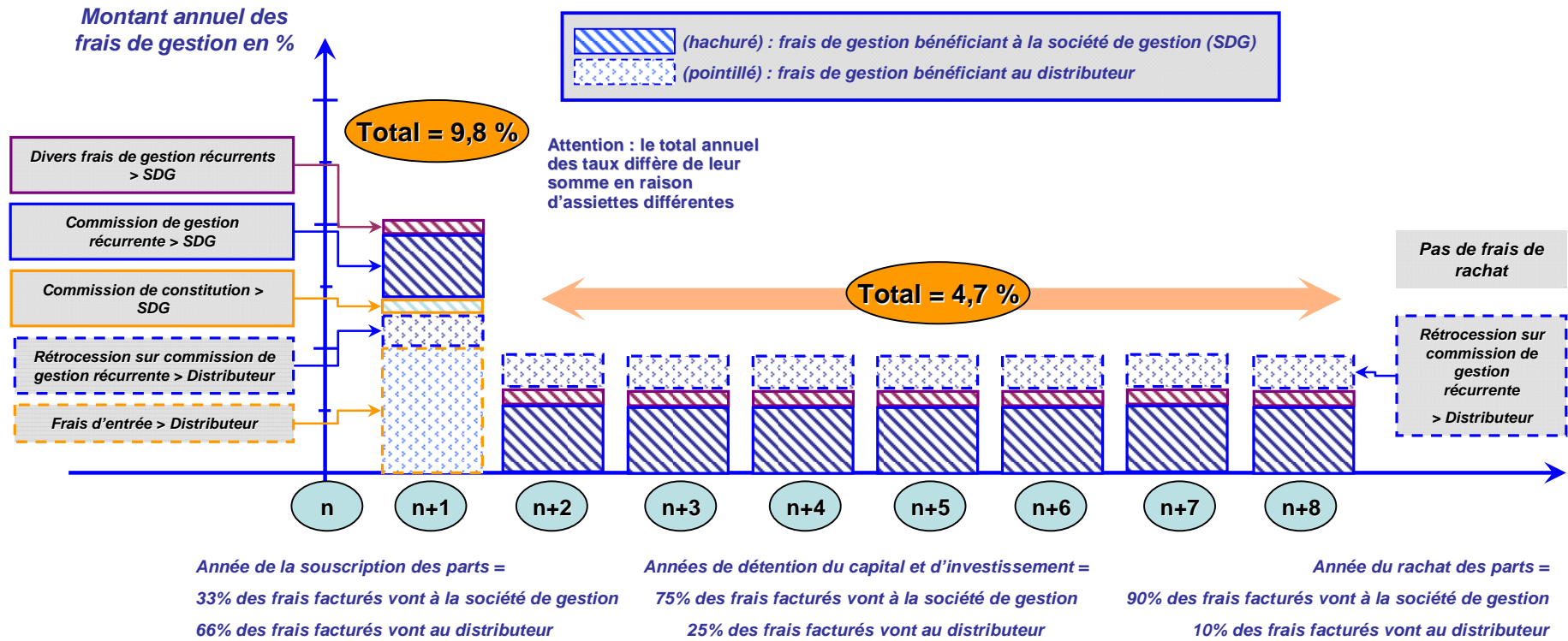
Graphique 8 : L'évolution des frais de gestion sur la durée de vie d'un fonds type de FCPI (hors « *carried interest* ») en montant



Source : Mission, Durée de détention de huit ans, capital initial de 10 000 € et hypothèse de rendement intermédiaire.

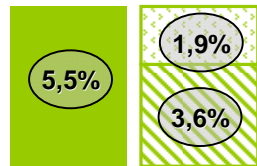
Annexe V

Graphique 9 : L'évolution des frais de gestion sur la durée de vie d'un fonds type de FCPI (hors « carried interest ») par bénéficiaire



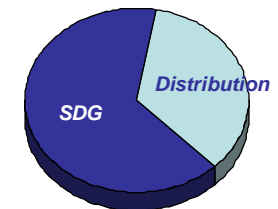
Montant annuel des frais de gestion en %

Total en moyenne sur la période



35% des frais vont au distributeur

65% des frais vont à la société de gestion



IGF

INSPECTION GÉNÉRALE DES FINANCES

Source : Mission. Durée de détention de huit ans, capital initial de 10 000 € et hypothèse de rendement intermédiaire.

## Annexe V

Pour un FCPI typique, dont le taux de frais annuel moyen est de 5,5 % dans le scénario médian, la vie de l'actif comprend trois grandes phases :

- ◆ des frais à hauteur de 9,3 % au cours de la première année qui totalisent les frais d'entrée et les frais de gestion du premier exercice ;
- ◆ des frais récurrents à hauteur de 4,2 % de n+1 à n+7 ;
- ◆ des frais à hauteur de 8,8 % (hors « *carried interest* ») au cours de l'année de liquidation du fonds en raison des frais de rachat qui s'ajoutent aux frais récurrents de gestion du dernier exercice.

Pour un même taux de frais annuel moyen de 5,5 %, mais sans frais de rachat, on distingue deux phases :

- ◆ des frais à hauteur de 9,8 % au cours de la première année qui totalisent les frais d'entrée et les frais de gestion du premier exercice ;
- ◆ des frais récurrents à hauteur de 4,7 % de n+1 à n+8 (hors « *carried interest* »).

En valeur absolue, pour un investissement initial de 10 000 €, les trois phases du premier exemple aboutissent à prélever :

- ◆ environ 960 € au cours du premier exercice ;
- ◆ environ 380 € au cours des exercices suivants ;
- ◆ environ 730 € lors du dernier exercice.

Au total, le montant des frais prélevés représente environ 38 % du capital initial soit approximativement le montant de l'avantage fiscal (pour un investissement à 80 % dans des PME éligibles). Si l'on tient compte du fait que l'avantage fiscal est perçu la première année et que les frais sont facturés au cours de la durée de détention de huit ans, le ratio « frais de gestion / montant de l'avantage fiscal » s'élève à 96 % après actualisation des montants.

Dans l'hypothèse d'une progression de l'actif net inférieure à 5,5 %, l'investissement dégage une moins value et a un rendement négatif hors avantage fiscal.

## Annexe V

**Tableau 11 : Reproduction du fichier de simulation des frais de gestion d'un FCPI type (postérieur à la loi TEPA) : première partie avec la définition des hypothèses de rendement et de frais récurrents et non-récurrents**

Société de gestion	La Société de gestion	
Nom du produit	FCPI type	
ISIN	FR00102051XX	
Date limite de souscription des parts	29-avr-09	
Durée de vie du fond	8 ans	
Fichier de calcul frais de gestion FCPI		

Hypothèses		
Capital investi	10 000 €	
Part du capital investi en PME	80,00%	
Montant de l'avantage fiscal	3 780 €	

Hypothèses de rendement		Commentaires
Scénario 1	8,45%	en 5 ans ce taux de croissance annuel permet d'accroître le capital de 50% (hors frais de gestion)
Scénario 2	1,92%	en 5 ans ce taux de croissance annuel permet d'accroître le capital de 10% (hors frais de gestion)
Scénario 3	-12,94%	en 5 ans ce taux de croissance annuel permet de réduire le capital de 50% (hors frais de gestion)

Hypothèses de rachat		
Scénario 4	100%	proportion du rachat en n+5
	0%	proportion du rachat en n+8
Scénario 5	0%	proportion du rachat en n+5
	100%	proportion du rachat en n+8

Frais non récurrents		
Commission de souscription - droits d'entrée		Lorsque les frais font l'objet d'un maximum, on retient le plafond faute de pouvoir évaluer les pratiques commerciales de remise des frais qui sont variables d'un souscripteur à l'autre
Part acquise	0,00%	les frais restent dans le capital du FCPR
Part non acquise	5,00%	les frais sont rétrocédés à la société de gestion
Frais de rachat - droits de sortie		
Part acquise à 8 ans	5,00%	les frais restent dans le capital du FCPR
Part non acquise à 8 ans	0,00%	les frais sont rétrocédés à la société de gestion
Carried interest	0,00%	Frais liés au partage de la plus value
	20,00%	Pour mémoire : non pris en compte dans le calcul des frais

Autres frais non récurrents		
Commission de constitution		Non acquis
part variable	0,50%	
part fixe	0 €	Attention valeur absolue et non pourcentage
Approximation de frais de constitution	0,00%	

Frais récurrents		
Commission de gestion - frais de gestion	3,50%	Taux annuel constant sur la période Non acquis
Honoraires du commissaire aux comptes	0,00%	inclus dans la commission de gestion
Commission de dépositaire	0,00%	inclus dans les frais divers
Frais de tenue de compte - droits de garde	0,00%	Tenue du compte émetteur (%) - peut être inclus dans les frais de gestion
Commission de mouvement	0,00%	
Frais de gestion indirect	0,00%	
Frais divers	0,75%	Frais d'investissement et de gestion (frais d'opérations réalisées et non réalisées), frais relatifs aux obligations légales du fonds (frais administratifs, frais de gestion comptable, frais de dépositaire, frais d'impression et d'envoi des rapports, frais de communication, frais de contentieux, conseils juridiques et fiscaux, frais d'étude et d'audit, assurance,...).

Source : Mission.

## Annexe V

**Tableau 12 : Reproduction du fichier de simulation des frais de gestion d'un FCPI type (postérieur à la loi TEPA) : seconde partie avec le calcul des frais, du capital net des frais de gestion, du taux de frais et du rendement net des frais (hors avantage fiscal et y compris avantage fiscal)**

**La Société de gestion**  
**FCPI type**

Evolution annuelle du capital (sans frais de gestion)	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8
S1	10 845	11 761	12 754	13 832	15 000	16 267	17 641	19 131
S2	10 192	10 389	10 589	10 792	11 000	11 212	11 427	11 647
S3	8 706	7 579	6 598	5 743	5 000	4 353	3 789	3 299

Evolution annuelle du capital									
Capital initial net des frais initiaux non récurrents	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	
S1	9 450 €	10 248 €	10 642 €	11 050 €	11 474 €	11 915 €	12 372 €	12 847 €	13 340 €
S2		9 632 €	9 400 €	9 174 €	8 953 €	8 737 €	8 527 €	8 322 €	8 121 €
S3		8 227 €	6 857 €	5 716 €	4 765 €	3 972 €	3 310 €	2 759 €	2 300 €

Evolution de l'actif net des frais de gestion	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8
Scénario 1	9 813 €	10 189 €	10 580 €	10 987 €	11 408 €	11 846 €	12 301 €	12 773 €
Scénario 2	9 223 €	9 000 €	8 784 €	8 572 €	8 366 €	8 165 €	7 968 €	7 776 €
Scénario 3	7 877 €	6 566 €	5 473 €	4 562 €	3 803 €	3 170 €	2 642 €	2 202 €
Scénario 1,4					10 838 €			
Scénario 1,5					11 408 €	11 846 €	12 301 €	12 134 €
Scénario 2,4					7 948 €			
Scénario 2,5					8 366 €	8 165 €	7 968 €	7 387 €
Scénario 3,4					3 613 €			
Scénario 3,5					3 803 €	3 170 €	2 642 €	2 092 €

Capital de sortie après imputation des frais de sortie								
Scénario 1,4					10 838 €			
Scénario 1,5								12 134 €
Scénario 2,4					7 948 €			
Scénario 2,5								7 387 €
Scénario 3,4					3 613 €			
Scénario 3,5								2 092 €

Frais de gestion	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	Total frais de gestion	Moyenne frais de gestion
Scénario 1,4	986 €	452 €	470 €	488 €	1 077 €				3 472 €	694 €
Scénario 1,5	986 €	452 €	470 €	488 €	506 €	526 €	546 €	1 206 €	5 179 €	647 €
Scénario 2,4	959 €	399 €	390 €	380 €	790 €				2 919 €	584 €
Scénario 2,5	959 €	399 €	390 €	380 €	371 €	362 €	354 €	734 €	3 951 €	494 €
Scénario 3,4	900 €	291 €	243 €	202 €	359 €				1 995 €	399 €
Scénario 3,5	900 €	291 €	243 €	202 €	169 €	141 €	117 €	208 €	2 271 €	284 €

Rendement hors avantage fiscal net des frais de gestion	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	Rendement moyen hors avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)
Scénario 1,4	-1,87%	3,84%	3,84%	3,84%	-1,35%				1,6%
Scénario 1,5	-1,87%	3,84%	3,84%	3,84%		3,84%	3,84%	-1,35%	2,4%
Scénario 2,4	-7,77%	-2,41%	-2,41%	-2,41%	-7,29%				-4,5%
Scénario 2,5	-7,77%	-2,41%	-2,41%	-2,41%		-2,41%	-2,41%	-7,29%	-3,7%
Scénario 3,4	-21,23%	-16,64%	-16,64%	-16,64%	-20,81%				-18,4%
Scénario 3,5	-21,23%	-16,64%	-16,64%	-16,64%		-16,64%	-16,64%	-20,81%	-17,8%

Taux de frais du FCPI	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	Taux moyen de frais du FCPI
Scénario 1,4	9,6%	4,3%	4,3%	4,3%	9,0%				6,28%
Scénario 1,5	9,6%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,3%	4,3%	9,0%	5,52%
Scénario 2,4	10,0%	4,3%	4,2%	4,3%	9,0%				6,35%
Scénario 2,5	10,0%	4,3%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	9,0%	5,56%
Scénario 3,4	10,9%	4,2%	4,3%	4,3%	9,0%				6,54%
Scénario 3,5	10,9%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	9,0%	5,68%

Capital de sortie après imputation des frais de sortie et réimputation du montant défisicalisé									Rendement y.c. avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)
Scénario 1,4					14 618 €				7,9%
Scénario 1,5								15 914 €	6,0%
Scénario 2,4					11 728 €				3,2%
Scénario 2,5								11 167 €	1,4%
Scénario 3,4					7 393 €				-5,9%
Scénario 3,5								5 872 €	-6,4%

Montant de l'avantage fiscal	3 780 €								Total frais de gestion (exprimés en € de l'année n)	Ratio frais de gestion / montant de l'avantage fiscal
Actualisation des frais de gestion	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8		
Scénario 1,4										0,0%
Scénario 1,5	4 261,38 €	3 903,90 €	3 522,08 €	3 114,75 €	2 680,71 €	2 218,71 €	1 727,46 €	1 205,58 €	4 726,15 €	125,0%
Scénario 2,4										0,0%
Scénario 2,5	3 154,00 €	2 800,66 €	2 450,16 €	2 102,32 €	1 756,97 €	1 413,91 €	1 072,97 €	733,97 €	3 640,92 €	96,3%
Scénario 3,4										0,0%
Scénario 3,5	1 626,35 €	1 302,78 €	1 031,98 €	805,15 €	614,95 €	455,27 €	320,99 €	207,88 €	2 143,83 €	56,7%

Source : Mission. Les scénarios de rachat à cinq ans ne sont pas pertinents compte tenu de l'obligation de détention jusqu'à sept ou huit ans qui figurent généralement dans les notices des fonds.

## 2.1.2. Ce montant élevé de frais affecte sensiblement le rendement des produits

### 2.1.2.1. L'impact des frais de gestion sur le capital de sortie conduit à minorer le rendement, mais de façon peu différenciée entre fonds

Pour un investissement de 10 000 €, sur l'échantillon de 25 fonds, avec une hypothèse de rendement brut de 1,92 % par an sur huit ans, le capital de sortie s'élève à 7 434 €, soit une perte d'actif de 2 566 € et un rendement net de -3,7 % en moyenne par an (hors avantage fiscal).

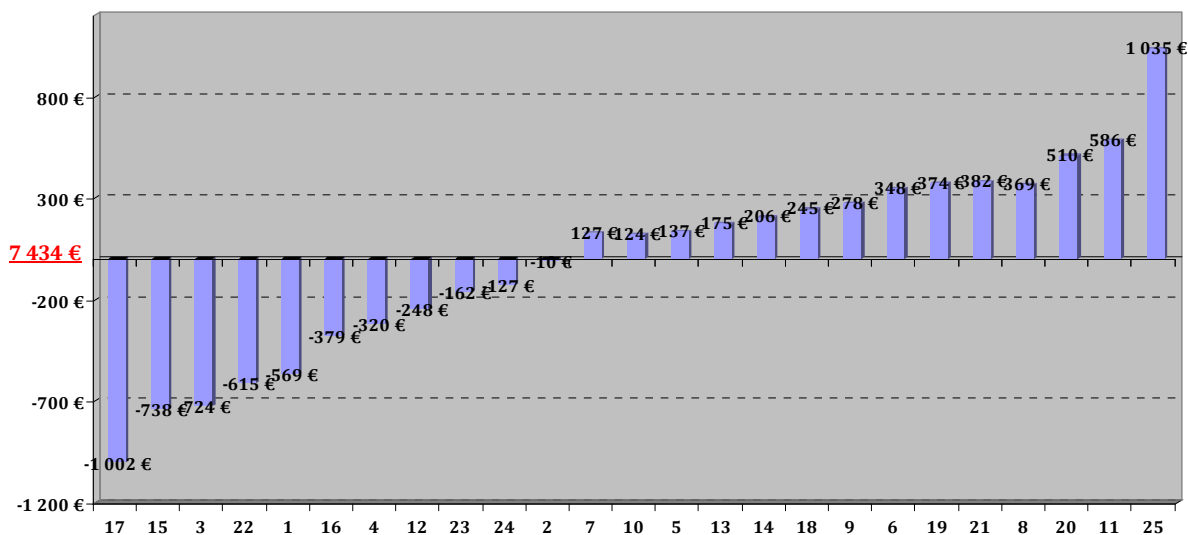
Dans ce scénario, les cinq points de frais de gestion annuels ont ainsi pour conséquence une moins value pour l'investisseur car le rendement du fonds n'est pas suffisant pour rémunérer la gestion et dégager une plus value.

L'ampleur des frais nécessite une forte croissance de l'actif pour dégager une plus value hors avantage fiscal.

Dans le scénario 1 avec un taux de croissance annuel moyen de l'actif de 8,45 %, le capital de sortie s'élève à 12 387 € pour un rendement annuel moyen de 2,7 % net des frais hors avantage fiscal.

Par ailleurs, s'agissant de la comparaison des fonds, il apparaît que la dispersion du capital de sortie liée aux frais de gestion conduit à avoir un faible écart à la moyenne de près de 7 450 € (dans le scénario 2 « médian »).

**Graphique 10 : Écarts à la moyenne de 7 434 € du capital de sortie net des frais de gestion en scénario 2 (échantillon de FCPI et FIP post-TEPA)**



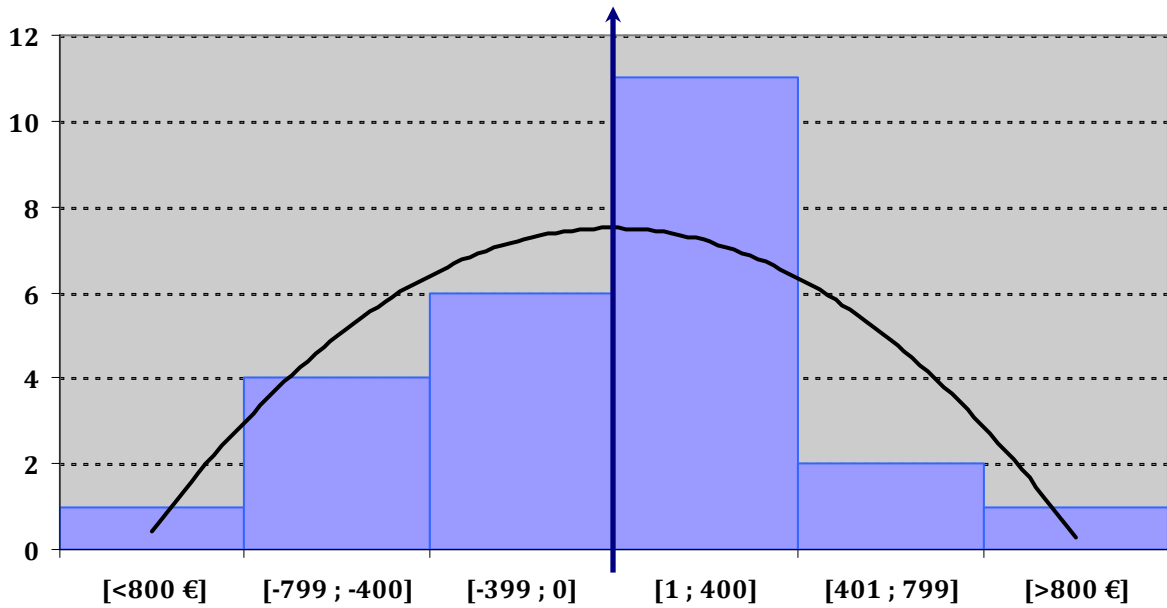
*Source : Mission. Hypothèse de rachat en n+8 ; capital initial de 10 000 € ; hypothèse de rendement brut de 1.92 % (soit une croissance de 10 % en 5 ans)*

A rendement égal, la moitié des fonds restitue un capital de sortie dont l'écart à la moyenne est compris entre 0 et +400 € au bout de huit ans. **A rendement égal, les différences entre les fonds liées aux frais ne sont pas déterminantes en raison de la convergence des niveaux de tarification.** Les principales différences sont dues à l'utilisation d'assiettes différentes pour l'application des taux.



## Annexe V

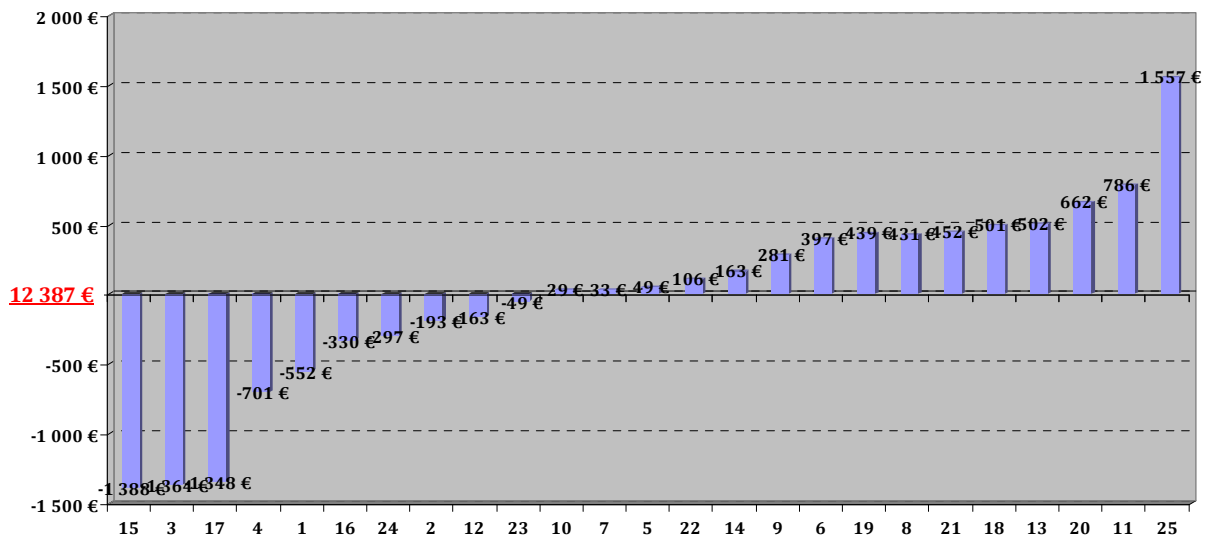
**Graphique 11 : Dispersion des écarts à la moyenne du capital de sortie net des frais de gestion en scénario 2 (échantillon de FCPI et FIP post-TEPA)**



*Source : Mission.*

Les résultats sont analogues sur le scénario 1 (avec une hypothèse de rendement brut de 8,45 % brut par an sur huit ans). Pour un investissement de 10 000 €, sur un échantillon de 25 fonds, la dispersion du capital de sortie liée aux frais de gestion conduit à avoir un faible écart à la moyenne de 12 387 € (écart-type de 693 € et la moitié des fonds s'écarte de moins de 400 € d'impact des frais sur le capital de sortie).

**Graphique 12 : Écarts à la moyenne de 12 387 € du capital de sortie net des frais de gestion en scénario 1 (échantillon de FCPI et FIP post-TEPA)**



*Source : Mission. Hypothèse de rachat en n+8 ; capital initial de 10 000 € ; hypothèse de rendement brut de 1.92 % (soit une croissance de 10 % en 5 ans)*

## Annexe V

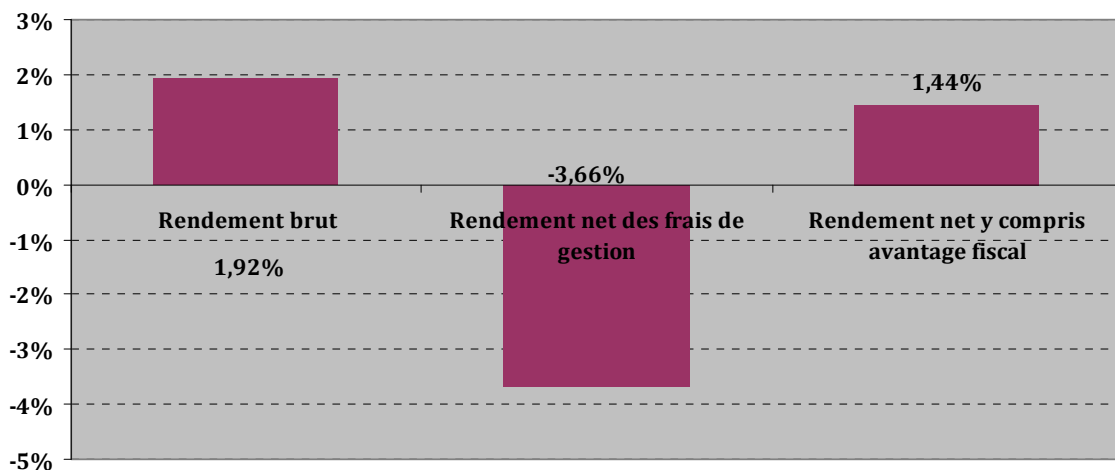
A rendement égal, 10 fonds sur 25 restituent un capital de sortie dont l'écart à la moyenne est compris entre -100 € et +300 €. A nouveau, même à rendement positif, les différences entre les fonds liées aux frais ne sont pas déterminantes en raison de la convergence des niveaux de tarification.

### 2.1.2.2. L'avantage fiscal ISF permet de compenser l'effet des frais sur le rendement net

L'avantage fiscal ISF a pour intérêt de majorer de façon considérable le rendement de ces produits et donc leur attractivité. L'ampleur de l'avantage fiscal permet de drainer davantage d'épargne vers les PME. Toutefois, elle a également pour effet de réduire la sensibilité des investisseurs au rendement et aux frais de gestion et de transformer un produit d'épargne en produit de défiscalisation.

L'avantage fiscal ISF a été calculé sur la base d'une hypothèse de souscription de 10 000 € par souscripteur et une hypothèse d'investissement de 80 % du capital initial dans des PME éligibles (cf. hypothèses *supra*), ce qui correspond à une réduction d'ISF effective comprise en 3 700 € et 3 900 € après imputation des frais d'entrée<sup>15</sup>.

**Graphique 13 : Impact des frais et de l'avantage fiscal sur le rendement net (scénario 2 ; échantillon de FCPI et FIP post-TEPA)**



*Source : Mission.*

La réintégration de l'avantage fiscal dans le calcul du rendement conduit à majorer le rendement de plus de cinq points dans le scénario médian : le rendement brut est de + 1,92 % par an ; le rendement net des frais de gestion est de -3,7 % et le rendement y compris avantage fiscal est de 1,4 %.

Dans le scénario à forte plus value, le rendement brut est de + 8,45 % par an ; le rendement net des frais de gestion est de +2,7 % et le rendement y compris avantage fiscal est de 6,2 %.

Dans le scénario à forte moins value, le rendement brut est de - 12,94 % par an ; le rendement net des frais de gestion est de -19,3 % et le rendement y compris avantage fiscal est de -6,9 %.

<sup>15</sup> Il convient d'ajouter également l'avantage fiscal portant sur l'impôt sur le revenu. Pour un investissement de 80 % du capital initial dans des PME éligibles, l'avantage ISF est d'environ 3 800 € et l'avantage IR de 473 € (correspondant à 5 % de l'actif initial net des frais d'entrée, soit 25 % des 20 % non investis dans les PME). En matière fiscale, la réduction d'impôt portant sur l'ISF est de trois à huit fois supérieure selon la part investie dans les PME.

## Annexe V

L'avantage fiscal a en particulier un effet amortisseur en cas de dégradation de l'actif net. *De facto*, l'avantage fiscal réduit considérablement l'ampleur des pertes en cas d'investissements non rentables. Les FCPI et les FIP sont des produits qui nécessitent un avantage fiscal pour être attractifs compte tenu de l'érosion de leur rendement, de leur faible liquidité et de leur caractère risqué.

Ce constat converge également avec les résultats de l'étude de Mnejja et Sahut (2009)<sup>16</sup> qui montrent que la performance cumulée des FCPI de l'échantillon sur la période 1997-2005 passe de +2 % hors avantage fiscal à +40 % (en cumulé) après intégration de l'avantage fiscal. Cette dernière fait passer le taux de rendement interne (TRI) des fonds de 0,029 à 0,120. Le biais est d'autant plus important que l'avantage fiscal considéré ici est l'avantage « Madelin » sur l'impôt sur le revenu, sensiblement inférieur à l'avantage « TEPA » introduit sur l'ISF en 2007.

Avec ces taux de frais de gestion, la performance obtenue par la précédente génération de fonds ne permet pas au souscripteur d'obtenir un rendement positif. L'étude de l'AFIC sur la performance des fonds citée précédemment montre la faible performance globale (entre -0,7 % et -4,8 %) et la forte dispersion des rendements (rendement du quartile supérieur +1,9 % ; rendement du quartile inférieur -17,9 % hors avantage fiscal) des fonds étudiés. Elle rejoint les résultats d'une étude conduite par l'AMF, « Première génération de FCPI (1997-2007) » commercialisés en France<sup>17</sup>.

Selon cette dernière, sur un échantillon de 30 FCPI agréés entre 1997 et 2000 – dont sept liquidés au 31 décembre 2007 – le montant moyen des souscriptions par fonds s'élève à 25,9 M€. Les performances suivantes ont été constatées :

- ◆ sur les sept FCPI liquidés au 31 décembre 2007, un seul affichait une performance positive ;
- ◆ sur les trois FCPI créés en 1997, deux affichaient une performance positive (respectivement +80 % et +40 %) et un fonds affichait une performance négative (-80 %) ;
- ◆ sur les cinq FCPI créés en 1998, deux affichaient une performance positive (+40 % et +35 %), les trois autres affichant une performance nulle ou négative (-60 %) ;
- ◆ sur les neuf FCPI créés en 1999, un seul affichait une performance positive (+10 %), les 8 autres affichant une performance négative (de -40 % à -60 %) ;
- ◆ sur les 13 fonds créés en 2000, deux affichaient une performance positive (+30 % et +10 %), quatre affichaient une performance nulle et sept affichaient une performance négative (de -10 % à -60 %).

Globalement, on note que près des trois quart des fonds ont une performance négative (73 % des FCPI étudiés ont une valeur liquidative inférieure à leur valeur liquidative d'origine).

Le montant des frais de gestion prélevés s'est révélé être à un niveau médian entre les minima et les maxima annoncés dans les prospectus d'information, soit à 5 % la première année puis à une moyenne de 3,5 % par an pendant la durée de vie du fonds.

Au total, compte tenu de leur niveau de frais qui dégrade le rendement de plusieurs points, de leur caractère risqué et peu liquide, il apparaît que ces produits ne seraient pas attractifs sans l'avantage fiscal<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Mnejja A., Sahut J.-M., (2009) : « Performance du capital-risque : le cas des FCPI », SSRN. L'étude porte sur un échantillon de 127 FCPI créés entre 1997 et 2005 et confirme la très grande dispersion des rendements des fonds, qui vont de +70 % à -40 % sur 8 ans (performance cumulée).

<sup>17</sup> *Première génération de FCPI (1997-2007)*, Etude du service des prestataires et produits d'épargne.

<sup>18</sup> Ce point rejoint des observations plus générales sur l'attractivité du secteur du *Private equity* en comparaison de la gestion collective. Cf. Phalippou, 2008, « *The average private equity buyout fund has a low rate of return for its*

### **2.1.3. Toutefois, la sensibilité des investisseurs à ce niveau des frais reste faible**

#### **2.1.3.1. Dans le choix d'un produit, le critère du rendement est beaucoup plus important que celui des frais de gestion**

Alors que, lorsqu'on les compare à d'autres classes d'actifs, les frais de gestion pratiqués dans le capital risque en général et dans les FCPI-FIP et holdings ISF-PME en particulier apparaissent élevés et très proches, l'investisseur n'y est pourtant pas très sensible.

Dans la documentation commerciale, les caractéristiques de différenciation mises en avant concernent davantage la politique d'investissement (part investie en PME ouvrant droit à avantage fiscal ; niveau de risque et rendement ; durée de détention ; secteur d'investissement ; liquidité à la sortie ; la qualité des équipes de gestion et les performances passées) que les frais prélevés.

Compte tenu de la puissance de l'avantage fiscal introduit par la loi TEPA, la principale motivation de l'épargnant se trouve dans la réduction d'impôt qui lui assure un rendement minimum. L'enjeu dans un second temps porte sur la valorisation de l'actif et la politique d'investissement qui déterminent si le fonds ou la holding a de bonnes chances d'offrir un bon rendement. L'impact du rendement sur l'actif peut être dix fois supérieur à celui des frais de gestion : tandis qu'un bon rendement peut conduire à 50 % de plus value et un mauvais fonds à 50 % de moins value, l'écart type sur les taux de frais annuel est inférieur à un point.

Le choix d'un fonds vertueux sur ces frais de gestion peut permettre de préserver jusqu'à 10 % de l'actif par rapport à un fonds non vertueux, tandis que le choix d'un fonds performant permet de dégager un écart de 100 points.

Compte tenu de l'importance de l'avantage fiscal, la sensibilité au rendement brut et au rendement net des frais de gestion est plus faible que sur les autres produits. Par ailleurs, comme il s'agit de produits risqués et de très long terme alors que l'avantage fiscal est immédiat, la sensibilité du souscripteur aux frais sur la durée de cinq à dix ans est faible.

#### **2.1.3.2. Le profil des souscripteurs induit une moindre concurrence sur les frais et le rendement net**

Le profil des souscripteurs induit une faible concurrence car il ne s'agit pas de la clientèle traditionnelle du capital risque. Il s'agit en effet d'investisseurs qui recherchent avant tout un produit de défiscalisation. Selon plusieurs experts de ce marché, cette nouvelle population du bas de l'échelle d'imposition à l'ISF (*i.e.* qui ne bénéficie pas du bouclier fiscal et qui détient entre 1 et 8 millions de capital constitué surtout par de l'immobilier) ne s'est pas prioritairement orientée vers ces véhicules à risques pour diversifier son épargne avec un objectif de rendement important.

Ce type d'investisseur n'est pas incité à aller choisir d'autres produits que ceux proposés par son conseiller si les frais semblent un peu supérieurs.

L'enjeu consiste à récupérer au moins la part de son capital lui permettant de couvrir ce qu'il n'a pas déjà récupéré sous forme de réduction d'impôt.

---

*outside investors after fees are substrated, and charges more than 7 percent fees per year.*" (Ludovic Phalippou, 2008, "Beware of Venturing into Private Equity", Journal of Economic perspectives, vol.22, n°4).

Cf. également Swenson, 2005, "The large majority of buyout funds fail to add sufficient value to overcome a grossly unreasonable fee structure." (Swenson, 2005, "Unconventional success: a fundamental approach to person an investment", Free Press).

L'épargnant fait donc parfois le choix de se détourner des investissements risqués afin de maximiser ses chances de récupérer le capital souscrit lors de la liquidation du fonds. Ce comportement est illustré par le développement des fonds ou des holdings qui investissent dans l'énergie photovoltaïque par exemple : les prix de l'électricité produite par cette énergie étant garantis par l'Etat<sup>19</sup>, les risques encourus par les fonds ou holdings spécialisés dans ce secteur sont limités. Le cas extrême de cette tendance est illustré par l'exemple d'une PME à capital variable créée pour recueillir les souscriptions de contribuables souhaitant réduire leur ISF, et dont l'objet exclusif consiste à acheter des grands crus pour les revendre avec une plus value à l'expiration de la période de blocage. Le risque encouru par les souscripteurs est ici quasiment nul.

### **2.1.3.3. La littérature économique montre enfin que, même sans avantage fiscal, la rationalité des épargnants est limitée sur le niveau des frais**

Une limite majeure à l'exercice concret d'une concurrence, qui tirerait les prix vers le bas, provient de la rationalité limitée des investisseurs, et notamment des particuliers<sup>20</sup>.

Certains travaux ont ainsi analysé spécifiquement le comportement des épargnants eu égard au niveau des frais de gestion des OPCVM. Elton *et al.* (2002), en particulier<sup>21</sup>, mettent en évidence la faible rationalité des épargnants en matière de sélection de fonds de gestion collective aux États-Unis.

De la même manière, Barber *et al.* (2003)<sup>22</sup>, établissent que la sensibilité des porteurs diffère selon le type de frais considérés, et en fonction de la plus ou moins grande « visibilité » des frais en question. Il en ressort que les frais d'entrée dans les fonds sont beaucoup plus sensibles, pour l'investisseur, que les frais de gestion récurrents, dont les taux sont plus faibles, mais qui, sur la durée, impactent plus fortement la performance globale de l'investissement.

S'agissant des véhicules FCPI, FIP et holdings ISF-PME, la complexité de la structure des frais, le poids des frais récurrents et des frais indirects ou des frais cachés étalés sur une très longue période concourt à la mithridatisation de l'épargnant au niveau global des frais.

Au total, l'avantage fiscal, la durée de détention et la structure complexe de ces produits contribuent à atténuer la rationalité des investisseurs. Il en résulte que, par nature, un mécanisme de transparence -aussi abouti soit-il- permettant au particulier d'apprécier le niveau global des frais qui seront prélevés sur son investissement sur la durée de détention qui lui est imposée, ne pourra pas suffire à lui seul à faire jouer davantage la concurrence et à aboutir à des prix plus modérés.

### **2.1.4. Les holdings semblent pratiquer des frais d'un niveau proche des fonds en moyenne, mais les niveaux de frais sont en réalité très disparates**

Compte-tenu de l'absence d'émission systématique d'un prospectus (seules celles qui font offre au public de titres financiers y sont tenues) et du caractère lacunaire de la

---

<sup>19</sup> Cf. arrêté du 10 juillet 2006 fixant les conditions d'achat de l'électricité produite par les installations qui valorisent le biogaz.

<sup>20</sup> Cf. Etude de l'AMF de juin 2009, "Les économies d'échelle réalisées par l'industrie de la gestion collective profiteront-elles aux porteurs de parts ?"

<sup>21</sup> Edwin Elton, Martin Gruber, Jeffrey Busse (2002) "Are Investors rational ?" "Choices Among Index Funds" Journal of Finance 59 ;

<sup>22</sup> Brad barber, Terrence Odean, Lu Zheng (2003), « Out of sight, out of Mind : The effects of expenses on mutual funds flows », Journal of Business ;

## Annexe V

documentation relative aux frais pratiqués dans les holdings (les informations contenues dans les prospectus des holdings n'étaient pas toujours complètes) la mission n'a pas été en mesure de reconstituer les frais de gestion pour l'ensemble des holdings de l'échantillon initial à partir de la même méthodologie que pour les fonds.

Les frais ont pu être reconstitués suite à des entretiens avec les gérants pour dix holdings. Les résultats demeurent fragiles et fondés sur des données partielles. D'une part, les frais n'intègrent pas systématiquement les frais facturés aux PME cibles (à chaque fois qu'une estimation figurait dans la notice ou qu'un montant a été déclaré à la mission, il a été intégré, mais le décompte n'est sans doute pas exhaustif). D'autre part, ceux-ci ne sont pas strictement comparables aux autres frais (ils ne sont pas prélevés directement sur le capital du souscripteur). Enfin, ce sous-échantillon ne peut être considéré comme pleinement représentatif. Toutefois, quelques enseignements peuvent être tirés.

Pour le scénario médian, il apparaît qu'en moyenne les frais se situent à 5,5 %, soit le même niveau que pour les FCPI-FIP. Cependant, l'écart type est le double et on trouve des holdings dont le niveau de frais est très bas (2,2 %) et d'autres très haut (9 %). Cette dispersion s'accroît encore avec les différents scénarios de rendement : le TFAM minimum est de 2 % dans le scénario à forte plus value et le TFAM maximum s'élève à 16,2 % dans le scénario à moins value.

Cette dispersion des niveaux de frais de gestion s'explique par la diversité des modèles économiques sous-jacents aux holdings. Pour les holdings pratiquant de très faibles niveaux de frais, il s'agit en fait de dirigeants d'entreprises qui se sont constitués en holding et qui ne prélèvent pas de frais récurrents et comptent se rémunérer au moyen du « *carried interest* »<sup>23</sup>. A contrario, pour les holdings, dont les frais sont très élevés, ceux-ci s'expliquent par l'intégration de « frais de développement » payés par la PME cible élevés, la holding ayant une logique de développement industriel. Enfin, il existe des holdings dont les frais sont analogues en structure et en niveau à ceux des FCPI et des FIP.

Par ailleurs, dans les prospectus, les frais de gestion des holdings ne comprennent pas systématiquement les commissions prélevées sur les PME cibles. Il n'est alors pas possible de les estimer pour les huit années à venir sur la base de la documentation des holdings. A nouveau, la situation est très hétérogène, tandis que certaines holdings ne perçoivent pas de rémunération de la part des sociétés, d'autres opèrent des prélèvements importants.

Enfin, il convient de noter qu'en raison du choix de l'assiette de calcul des taux (montant de l'investissement dans les filiales, qui est fixe et non valeur de l'actif net), le taux de frais moyen augmente fortement en cas de forte moins value. Ainsi, le taux de frais des holdings atteint 9 % dans le scénario 3 au rendement dégradé. Dans ce scénario, les frais de gestion récurrents demeurent élevés (entre 250 et 300 € par an) alors que la valeur de l'actif net fond de 9 000 € à 2 000 €.

Au total, on constate que quatre holdings sur dix pratiquent des taux de frais supérieurs à 6 % ce qui peut apparaître élevé, d'autant que les frais ne sont pas toujours très transparents (cf. annexe IV relative à la transparence des frais).

---

<sup>23</sup> Par exemple, l'équipe de gestion d'une holding dont le TFAM est très bas est constituée de 25 cofondateurs répartis en un « comité d'investissement » et un « comité d'experts » qui font le travail de gestion sur leur temps libre, en complément de leur activité d'entrepreneurs. Il n'est pas prévu de rémunération de l'équipe de gestion autre que le « *carried interest* ». Seul le DG délégué est rémunéré (40 000 € / an), mais sa rémunération est couverte par la réserve de trésorerie initiale qui approche les 10 %. Il s'agit du seul véhicule qui ne pratique pas de frais récurrents.

Annexe V

Tableau 13 : Synthèse des résultats de la simulation des frais de gestion pour les holdings (échantillon de 10 holdings postérieures à la loi TEPA)

Numéro	Type	Hypothèse de rachat en n+8 (capital initial 10 000 € ; avantage fiscal 5 700 € environ)		Capital initial net des frais initiaux non récurrents	Capital de sortie après imputation des frais de sortie			Rendement moyen hors avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)			Taux moyen de frais de la holding (hors « carried interest »)			Rendement y.c. avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)		
		Société de conseil en investissement	Nom de la société		Tous scénarios	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5
26	Holding	Holding 1		9 356 €	12 154 €	7 399 €	2 096 €	2,5 %	-3,7 %	-17,7 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	7,4 %	3,3 %	-3,2 %
27	Holding	Holding 2		8 924 €	12 602 €	6 854 €	803 €	2,9 %	-4,6 %	-27,0 %	5,1 %	6,6 %	16,2 %	7,6 %	2,5 %	-5,9 %
28	Holding	Holding 3		8 924 €	11 326 €	6 896 €	1 953 €	1,6 %	-4,5 %	-18,5 %	6,4 %	6,5 %	6,7 %	6,6 %	2,6 %	-3,8 %
29	Holding	Holding 4		8 774 €	13 383 €	7 525 €	1 265 €	3,7 %	-3,5 %	-22,8 %	4,4 %	5,5 %	11,7 %	8,1 %	3,1 %	-5,2 %
31	Holding	Holding 5		8 494 €	12 742 €	7 303 €	1 411 €	3,1 %	-3,9 %	-21,7 %	5,0 %	5,9 %	10,6 %	7,5 %	2,7 %	-5,2 %
32	Holding	Holding 6		9 085 €	10 048 €	6 117 €	1 732 €	0,1 %	-6,0 %	-19,7 %	7,8 %	7,9 %	8,1 %	5,6 %	1,8 %	-4,1 %
33	Holding	Holding 7		8 974 €	11 768 €	6 714 €	1 269 €	2,1 %	-4,9 %	-22,7 %	5,9 %	6,8 %	11,6 %	7,0 %	2,4 %	-5,0 %
34	Holding	Holding 8		9 322 €	13 464 €	7 773 €	1 607 €	3,8 %	-3,1 %	-20,4 %	4,3 %	5,0 %	8,8 %	8,4 %	3,7 %	-4,0 %
35	Holding	Holding 9		9 600 €	15 162 €	8 664 €	1 665 €	5,3 %	-1,8 %	-20,1 %	2,8 %	3,6 %	8,2 %	9,7 %	4,7 %	-3,7 %
36	Holding	Holding 10		8 501 €	16 264 €	9 902 €	2 804 €	6,3 %	-0,1 %	-14,7 %	2,0 %	2,2 %	2,5 %	10,0 %	5,2 %	-2,9 %
		Moyenne		8 995 €	12 891 €	7 515 €	1 660 €	3,1 %	-3,6 %	-20,5 %	4,9 %	5,5 %	9,0 %	7,8 %	3,2 %	-4,3 %
		Ecart-type		360 €	1 812 €	1 083 €	548 €	1,8 %	1,7 %	3,3 %	1,7 %	1,6 %	3,8 %	1,3 %	1,1 %	1,0 %
		Minimum		8 494 €	10 048 €	6 117 €	803 €	0,1 %	-6,0 %	-27,0 %	2,0 %	2,2 %	2,5 %	5,6 %	1,8 %	-5,9 %
		Maximum		9 600 €	16 264 €	9 902 €	2 804 €	6,3 %	-0,1 %	-14,7 %	7,8 %	7,9 %	16,2 %	10,0 %	5,2 %	-2,9 %

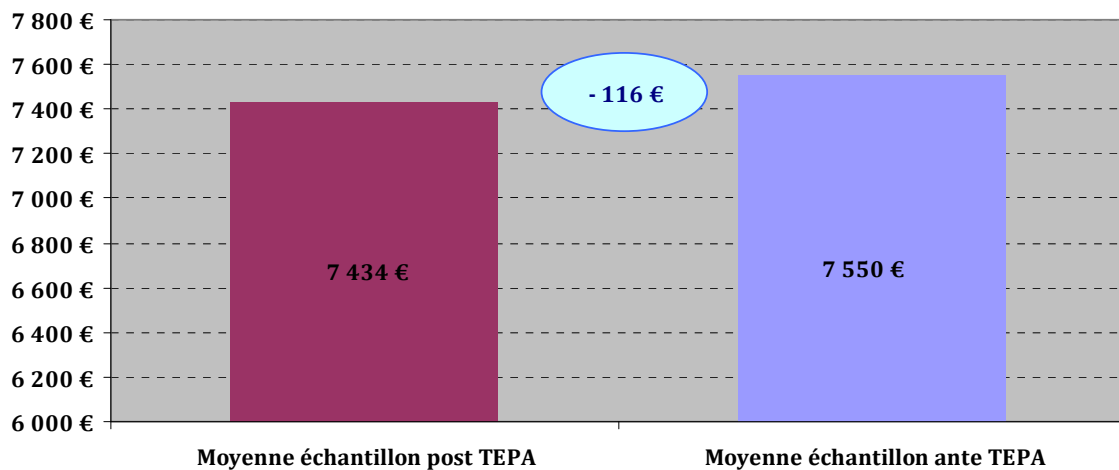
Source : Mission. Hypothèse de rachat en n+8 ; capital initial de 10 000 € ; trois scénarios de rendement annuel moyen (scénario 1 : +8,45 % ; scénario 2 : +1,92 % ; scénario 3 : -12,94 %). Nota bene : pour les holdings, l'échantillon n'est pas représentatif dans la mesure où les dix holdings retenues sont les seules pour lesquelles la mission est parvenue à estimer les frais de gestion sur un échantillon initial de douze holdings. Les holdings ont été anonymisées.

## 2.2. La comparaison des frais de gestion pratiqués avant et après la loi TEPA ne permet pas de conclure à une hausse des frais captant la dépense fiscale ISF

La comparaison des résultats entre l'échantillon des produits commercialisés après l'entrée en vigueur de la loi TEPA et un échantillon de produits commercialisés avant a pour objectif de mettre en évidence une éventuelle hausse des frais de la part des intermédiaires financiers. En raison du caractère très structuré du niveau des frais, la différence est ténue et ne permet pas de conclure à une augmentation des frais captant la dépense fiscale ISF.

Ainsi, le capital de sortie récupéré par le souscripteur<sup>24</sup> s'élève en moyenne à 7 434 € pour l'ensemble des fonds de l'échantillon « test » (*post* TEPA) dans le scénario 2. Pour les fonds de l'échantillon « témoin » (*ante* TEPA), dans le même scénario, le capital de sortie s'élève à 7 550 €, soit 116 € de différence entre les deux échantillons.

**Graphique 14 : Comparaison du capital de sortie après imputation de l'ensemble des frais entre l'échantillon *ante* TEPA et l'échantillon *post* TEPA (scénario 2)**



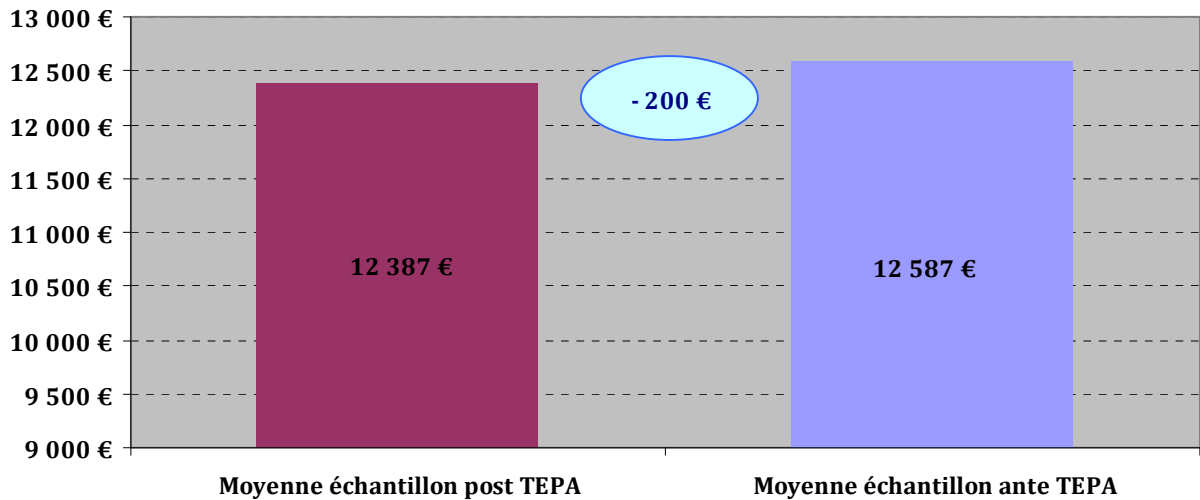
*Source : Mission. Hypothèse de rachat en n+8 ; capital initial de 10 000 € ; hypothèse de rendement brut de 1.92 % (soit une croissance de 10 % en 5 ans)*

Dans le scénario 1 à fort rendement, le capital de sortie s'élève respectivement à 12 387 € et 12 587 € pour l'échantillon test et l'échantillon témoin.

<sup>24</sup> Après application de l'avantage fiscal et de l'ensemble des frais.



**Graphique 15 : Comparaison du capital de sortie après imputation de l'ensemble des frais entre l'échantillon *ante* TEPA et l'échantillon *post* TEPA (scénario 1)**



*Source* : Mission. Hypothèse de rachat en  $n+8$  ; capital initial de 10 000 € ; hypothèse de rendement brut de 8,45 % (soit une croissance de 50 % en 5 ans)

L'instauration d'un avantage fiscal correspondant à une réduction d'ISF de 50 % s'est donc traduite par une réduction du capital de sortie, toutes choses égales par ailleurs, de 116 € en scénario intermédiaire et de 200 € en scénario de forte croissance. Pour un capital de souscription initial de 10 000 €, cela correspond à une variation non significative de prélèvement sur le capital de sortie de 0,01 % dans le scénario 1 et de 0,02 % dans le scénario 2.

Le différentiel de taux de frais annuel moyen correspondant à l'instauration de l'avantage fiscal TEPA s'élève à + 0,2 points dans les scénarios 1 et 2.

Le différentiel plus marqué de + 0,9 points observé dans le scénario 3 s'explique par la composition de l'échantillon témoin qui comprend moins de fonds dont les frais sont calculés sur une assiette variable ou alternative que dans l'échantillon test, alors que ce facteur affecte significativement le montant des frais prélevés. Toutefois, après élimination des fonds à assiette variable ou alternative dans les deux échantillons, le TFAM s'élève à 5,7 % dans les deux cas dans le scénario 3, ce qui confirme le constat d'une absence de captation de l'avantage fiscal issu de la loi TEPA.

Ce résultat tient au fait que les acteurs de marché construisent leurs produits et donc leur rémunération, non pas à partir d'une analyse de leurs coûts, mais sur la base de pratiques de marché. Ceci explique qu'ils n'aient pas évolué significativement depuis la loi TEPA<sup>25</sup>.

<sup>25</sup> Ce constat rejoint les observations antérieures sur la formation des prix sur ce segment de marché à partir de « prix standards » : « Les frais de gestion pratiqués aujourd'hui résultent d'années d'expériences contractuelles entre des investisseurs qualifiés et des gestionnaires professionnels, qui ont progressivement convergé vers des standards sous l'influence des pratiques internationales. » (rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective, octobre 2002).

## Annexe V

**Tableau 14 : Synthèse des résultats de la simulation des frais de gestion pour les FCPI et FIP (échantillon témoin de 12 fonds antérieurs à la loi TEPA)**

Numéro	Type	Hypothèse de rachat en n+8 (capital initial 10 000 € ; avantage fiscal 4 000 €)		Capital initial net des frais initiaux non récurrents	Capital de sortie après imputation des frais de sortie			Rendement moyen hors avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)			Taux moyen de frais du FCPI (hors « carried interest »)		
					Société de gestion	Nom du produit	Tous scénarios	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5
1	FCPI	FCPI témoin n°1		9 450 €	12 456 €	7 583 €	2 148 €	2,8 %	-3,4 %	-17,5 %	5,2 %	5,3 %	5,4 %
2	FCPI	FCPI témoin n°2		9 450 €	12 367 €	7 529 €	2 132 €	2,7 %	-3,5 %	-17,6 %	5,3 %	5,3 %	5,5 %
3	FCPI	FCPI témoin n°3		9 470 €	12 910 €	7 722 €	1 993 €	3,2 %	-3,2 %	-18,3 %	4,8 %	5,0 %	6,3 %
4	FCPI	FCPI témoin n°4		9 400 €	12 394 €	7 546 €	2 137 €	2,7 %	-3,5 %	-17,5 %	5,3 %	5,3 %	5,5 %
5	FCPI	FCPI témoin n°5		9 410 €	12 040 €	7 330 €	2 076 €	2,3 %	-3,8 %	-17,8 %	5,6 %	5,7 %	5,8 %
6	FCPI	FCPI témoin n°6		9 475 €	12 734 €	7 648 €	2 069 €	3,1 %	-3,3 %	-17,9 %	5,0 %	5,2 %	5,8 %
7	FIP	FIP témoin n°7		9 405 €	12 366 €	7 529 €	2 132 €	2,7 %	-3,5 %	-17,6 %	5,3 %	5,4 %	5,5 %
8	FIP	FIP témoin n°8		9 500 €	12 202 €	7 428 €	2 104 €	2,5 %	-3,6 %	-17,7 %	5,5 %	5,5 %	5,6 %
9	FIP	FIP témoin n°9		9 400 €	12 495 €	7 607 €	2 154 €	2,8 %	-3,4 %	-17,5 %	5,2 %	5,2 %	5,4 %
10	FIP	FIP témoin n°10		9 488 €	14 252 €	8 376 €	2 023 €	4,5 %	-2,2 %	-18,1 %	3,6 %	4,1 %	6,1 %
11	FIP	FIP témoin n°11		9 380 €	12 435 €	6 758 €	784 €	2,8 %	-4,8 %	-27,3 %	5,2 %	6,6 %	16,0 %
12	FIP	FIP témoin n°12		9 400 €	12 394 €	7 546 €	2 137 €	2,7 %	-3,5 %	-17,5 %	5,3 %	5,3 %	5,5 %
		Moyenne		9 436 €	12 587 €	7 550 €	1 991 €	2,9 %	-3,5 %	-18,5 %	5,1 %	5,3 %	6,5 %
		Ecart-type		41 €	569 €	359 €	383 €	0,6 %	0,6 %	2,8 %	0,5 %	0,6 %	3,0 %
		Minimum		9 380 €	12 040 €	6 758 €	784 €	2,3 %	-4,8 %	-27,3 %	3,6 %	4,1 %	5,4 %

*Source : Mission. Hypothèse de rachat en n+8 ; capital initial de 10 000 € ; trois scénarios de rendement annuel moyen (scénario 1 : +8,45 % ; scénario 2 : +1,92 % ; scénario 3 : -12,94 %). Les produits dont l'intitulé est grisé sont ceux dont les frais de gestion sont calculés sur une assiette différente du montant de l'actif net. Les fonds et les sociétés de gestion ont été anonymisés.*

### 2.3. La comparaison avec les frais de gestion pratiqués dans les fonds allégés à destination des investisseurs institutionnels (FCPR) met en évidence un taux de frais nettement supérieur

La comparaison avec les FCPR allégés met en évidence un niveau de frais de gestion moins élevé. Ainsi, pour l'échantillon de 12 fonds allégés examinés par la mission, le taux de frais annuel moyen s'établit :

- ◆ à 3,0 % dans le scénario médian contre 5,5 % pour l'échantillon des FCPI-FIP (-2,5 points) ;
- ◆ à 2,6 % dans le scénario à forte plus value contre 5,3 % pour l'échantillon des FCPI-FIP (-2,7 points) ;
- ◆ à 5,3 % dans le scénario à forte moins value contre 7,5 % pour l'échantillon des FCPI-FIP (-2,2 points) ;

Une partie de l'écart s'explique par la présence de certains produits particulièrement peu chargés en frais (0,3 %, 0,7 % et 1,2 %). Compte tenu de ce biais, on peut considérer que la moyenne des FCPR se situe davantage autour de 3,5 %.

Il existe un écart compris entre deux points et deux points et demi par rapport aux FIP et FCPI.

Cet écart peut s'expliquer de la façon suivante :

- ◆ comme la durée de détention des FCPR est plutôt de dix ans au lieu de cinq ou sept, il n'y a pas de frais de rachat en contrepartie de cette longue durée de détention des actifs. Cela explique un différentiel de 0,2 point ;
- ◆ dans les FCPR, il existe des frais de montage prélevés par la société de gestion qui n'apparaissent pas dans les frais et qui se situent entre 1 et 3 % du montant des souscriptions : cela pourrait expliquer de 0,1 à 0,4 points supplémentaires, mais ils ne sont pas toujours prélevés ;
- ◆ le reste de l'écart, soit environ entre 1 et 1,5 point, est lié aux frais de distribution : pour les institutionnels, il n'y a pas de frais d'entrée, ni de rétrocession récurrente des frais de gestion annuels au réseau de distribution.

Le différentiel dans les coûts de gestion peut s'expliquer également par des économies d'échelles possibles dans les FCPR. En effet, dans ces produits à destination des institutionnels, les montants de souscriptions et les « tickets moyens » sont très supérieurs et la taille des entreprises cibles est également plus conséquente. Ainsi, la plupart des FCPR ont des volumes supérieurs à 100 ou 150 M€ alors qu'un FCPI peut lever jusqu'à 20 M€ par an.

Annexe V

Tableau 15 : Synthèse des résultats de la simulation des frais de gestion pour les FCPR (échantillon témoin de 12 fonds allégés)

Numéro	Type	Hypothèse de rachat en n+8 (capital initial 10 000 € ; avantage fiscal entre 3 700 € et 3 900 €)		Capital initial net des frais initiaux non récurrents	Capital de sortie après imputation des frais de sortie			Rendement moyen hors avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)			Taux moyen de frais du FCPR (hors « carried interest »)			Rendement y.c. avantage fiscal (taux de croissance annuel moyen sur la durée de placement)		
		Société de gestion	Nom du produit		Tous scénarios	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5	Scénario 3,5	Scénario 1,5	Scénario 2,5
37	FCPRa	FCPR témoin n°1		9 940 €	17 415 €	10 536 €	2 912 €	7,2 %	0,7 %	-14,3 %	1,2 %	1,2 %	1,6 %	10,0 %	4,8 %	-4,6 %
38	FCPRa	FCPR témoin n°2		9 401 €	14 977 €	8 678 €	1 844 €	5,2 %	-1,8 %	-19,0 %	3,0 %	3,6 %	7,2 %	8,2 %	2,8 %	-7,0 %
39	FCPRa	FCPR témoin n°3		9 940 €	14 885 €	8 318 €	1 322 €	5,1 %	-2,3 %	-22,3 %	3,1 %	4,1 %	10,6 %	8,3 %	2,6 %	-7,6 %
40	FCPRa	FCPR témoin n°4		10 000 €	18 743 €	11 382 €	3 182 €	8,2 %	1,6 %	-13,3 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	10,8 %	5,5 %	-4,1 %
41	FCPRa	FCPR témoin n°5		9 880 €	15 462 €	8 831 €	1 691 €	5,6 %	-1,5 %	-19,9 %	2,6 %	3,4 %	8,0 %	8,6 %	3,1 %	-6,9 %
42	FCPRa	FCPR témoin n°6		9 976 €	18 088 €	11 001 €	3 099 €	7,7 %	1,2 %	-13,6 %	0,7 %	0,7 %	0,8 %	10,4 %	5,2 %	-4,2 %
43	FCPRa	FCPR témoin n°7		9 940 €	14 266 €	7 991 €	1 295 €	4,5 %	-2,8 %	-22,5 %	3,6 %	4,6 %	10,9 %	7,8 %	2,3 %	-7,7 %
44	FCPRa	FCPR témoin n°8		9 880 €	14 905 €	8 960 €	2 412 €	5,1 %	-1,4 %	-16,3 %	3,1 %	3,2 %	3,9 %	8,3 %	3,2 %	-5,5 %
45	FCPRa	FCPR témoin n°9		9 955 €	13 446 €	8 186 €	2 319 €	3,8 %	-2,5 %	-16,7 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	7,2 %	2,5 %	-5,6 %
46	FCPRa	FCPR témoin n°10		9 940 €	14 684 €	8 847 €	2 411 €	4,9 %	-1,5 %	-16,3 %	3,2 %	3,4 %	3,9 %	8,1 %	3,2 %	-5,4 %
47	FCPRa	FCPR témoin n°11		9 880 €	14 745 €	8 977 €	2 542 €	5,0 %	-1,3 %	-15,7 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	8,1 %	3,3 %	-5,3 %
48	FCPRa	FCPR témoin n°12		9 851 €	15 343 €	8 700 €	1 572 €	5,5 %	-1,7 %	-20,6 %	2,7 %	3,6 %	8,8 %	8,6 %	3,0 %	-7,2 %
		Moyenne		9 882 €	15 580 €	9 201 €	2 217 €	5,6 %	-1,1 %	-17,6 %	2,6 %	3,0 %	5,3 %	8,7 %	3,4 %	-5,9 %
		Ecart-type		158 €	1 618 €	1 126 €	665 €	1,3 %	1,5 %	3,3 %	1,2 %	1,4 %	3,7 %	1,1 %	1,1 %	1,3 %
		Minimum		9 401 €	13 446 €	7 991 €	1 295 €	3,8 %	-2,8 %	-22,5 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	7,2 %	2,3 %	-7,7 %
		Maximum		10 000 €	18 743 €	11 382 €	3 182 €	8,2 %	1,6 %	-13,3 %	4,3 %	4,6 %	10,9 %	10,8 %	5,5 %	-4,1 %

Source : Mission. Hypothèse de rachat en n+8 ; capital initial de 10 000 € ; trois scénarios de rendement annuel moyen (scénario 1 : +8,45 % ; scénario 2 : +1,92 % ; scénario 3 : -12,94 %). Les fonds et les sociétés de gestion ont été anonymisés.

### **3. En contrepartie des frais de gestion facturés, l'analyse des données financières des sociétés de gestion suggère des coûts de gestion élevés, mais également des résultats profitables**

Les frais de gestion prélevés sur l'actif au profit des sociétés de gestion servent à couvrir des charges de gestion et à dégager une marge pour le résultat de ces sociétés. Le niveau des frais prélevés peut résulter de plusieurs facteurs :

- ◆ des coûts élevés liés à la qualité des prestations ou bien des efforts de productivité insuffisants ;
- ◆ des marges importantes dans les comptes de résultats des sociétés de gestion.

Il est difficile d'appréhender le niveau des prestations, mais le rendement net des frais de gestion tend à montrer que le rendement des fonds couvre difficilement les frais de gestion facturés.

Toutefois, les activités de capital investissement induisent des charges de gestion importantes (cf. 2.5). Par ailleurs, la structure du marché des fonds et des holdings et la nature de leur activité semblent peu porteuses d'économies d'échelles et conduisent à des coûts structurellement élevés.

Toutefois, l'analyse de la rentabilité du secteur montre que les marges de sociétés de gestion sont confortables.

#### **3.1. Un niveau de charge qui dépend fortement de l'activité de la société de gestion et de ses choix en termes de sélectivité, de diversification et d'engagement dans l'accompagnement des PME cibles**

S'agissant de l'activité des sociétés de gestion, le métier de l'intermédiation dans le non coté diffère nettement de la gestion collective des autres OPCVM.

En effet, l'investissement dans le non coté nécessite de la part de la société de gestion une charge de travail conséquente pendant la période de participation du fonds au capital des PME.

En amont, le travail de levée des fonds nécessite non seulement la rémunération de la distribution, mais également la gestion d'un grand nombre de souscripteurs avec des volumes de souscription globalement faibles, le niveau du ticket moyen oscillant entre 7 000 et 12 000 € (cf. 1.2.1. *supra*). En termes de « *back office* », la recherche d'une clientèle et la gestion des comptes sont plus coûteux que des processus plus industriels sur de larges populations comme dans les OPCVM classiques de type « monétaire » ou « actions »<sup>26</sup>. Ainsi, à titre d'exemple, les fonds doivent être déposés en nominatif auprès du dépositaire, ce qui signifie qu'il faut remplir des documents administratifs afin de veiller à ce que les informations du distributeur et ceux de la société de gestion soient concordants. Cependant, aucun coût supplémentaire lié à la défiscalisation n'a été identifié.

---

<sup>26</sup> Auparavant cette classe d'actif ne concernait que les investisseurs institutionnels. La mise en place des FCPI depuis les années 1990 a conduit à élargir le champ des souscripteurs aux particuliers.

## Annexe V

Ensuite, à la différence de l'activité dans le secteur coté, il y a un travail de prospection et d'identification des PME cibles même si, compte tenu des problèmes de financement des PME, ces dernières démarchent les sociétés de gestion. Cela exige une bonne connaissance du ou des secteurs d'investissement, et souvent l'examen d'une grande quantité de dossiers d'investissement (selon la sélectivité du fonds, plus de neuf dossiers sur dix sont recalés), de procéder à des audits, des analyses, des tours de table, etc. Cette charge de travail dépend du niveau de sélectivité dans les prises de participation et de la politique de diversification des risques. Plus un fonds est sélectif, plus cela est coûteux en gestion. Une mauvaise manière de réduire ses coûts pour une société de gestion consisterait à être moins sélective : cela augmenterait le risque de défaillance et détériorerait les perspectives de rendement.

Cette phase permet de dégager de fortes économies d'échelles lors du lancement de nouveaux fonds : lorsqu'une première génération de fonds a été lancée, l'équipe de gestion dispose d'une meilleure connaissance du secteur, ce qui limite les coûts de prospection pour les générations suivantes de fonds. Il existe même des sociétés de gestion qui réinvestissent dans des PME qu'elles ont déjà en portefeuille sur un autre compartiment ou encore des sociétés de gestion qui co-investissent entre plusieurs fonds.

Les cibles sont des entreprises de petite taille (250 salariés au maximum), répondant à des caractéristiques particulières (caractère régional ou innovant ou entreprises de moins de cinq ans par exemple).

Après la phase d'investissement, la société de gestion suit généralement les PME dans lesquelles elle a investi : les charges induites par cette activité dépendent du niveau d'implication des gérants dans la gouvernance de la PME. Elles peuvent être élevées, justifiant ainsi des prestations de conseil. Elles peuvent être nulles comme dans le cas des « *zombies funds* »<sup>27</sup> où les gérants ne sont plus que membres de conseil d'administration. Il peut s'agir d'un investisseur qui a négocié une prestation globale et une allocation de fonds sur dix ans. L'essentiel du travail est alors fait les premières années au moment de l'expertise des dossiers et des audits sur les sociétés (prospection, sélection, audit, négociation, etc.) A la différence des OPCVM sur le secteur coté, une fois l'investissement réalisé, il n'y a plus de mouvements, ni d'arbitrages à réaliser. Par conséquent, si les PME nécessitent peu d'accompagnement, les charges peuvent être très faibles.

Le niveau des frais perçus restant stable ou s'accroissant avec la valeur de l'actif, les marges de la société de gestion s'accroissent alors fortement à mesure que le fonds vieillit.

Enfin, en aval de la chaîne de valeur, la liquidation de l'investissement est un enjeu important. Il faut que la société de gestion organise la sortie du capital par des rachats ou bien une introduction en bourse.

### 3.2. Une structure de coût marquée par la prépondérance de la masse salariale

Les frais de gestion servent principalement à rémunérer les gérants (travail de prospection et d'analyse des dossiers d'investissement) et les frais de fonctionnement qui comprennent les frais de tenue de la comptabilité, de conservation des titres, les frais payés au dépositaire, l'audit externe (commissaire au compte), les frais de gestion des comptes des porteurs, les frais de publication de la valeur liquidative, d'élaboration et impression des documents d'information des porteurs.

---

<sup>27</sup> Un « *zombie fund* » ou un « *closed fund* » est un fond qui ne lève plus de fonds et n'investit plus dans d'autres activités. Il ne comporte plus qu'un portefeuille d'investissements qu'il conserve jusqu'à la liquidation des dernières parts. Ce portefeuille en décroissance ne nécessite qu'un suivi minimum.

## Annexe V

Par ailleurs, ils recouvrent les frais payés au distributeur qui a commercialisé l'OPCVM (réseau bancaire, conseiller en gestion de patrimoine indépendant, réseau de distribution, apporteur d'affaires...) sous forme de rétrocession d'une partie des commissions perçues (cf. annexe VI relative à la distribution).

Concernant les charges des sociétés de gestion, sur la base d'entretien, il a pu être établi qu'elles sont composées pour plus des trois quarts de masse salariale, rémunérant des profils qualifiés et expérimentés, et sont donc essentiellement fixes.

Un fonds type assure la gestion d'un volume d'encours de 15 à 20 millions d'euros pour le compte de 1 500 à 2 000 souscripteurs. Les volumes gérés étant bien moindres que pour les OPCVM « actions », les fonds dégagent structurellement moins d'économies d'échelle dans leur gestion.

En aval, selon les stratégies d'investissement, le portefeuille de participation dans des PME cibles peut varier de dix à vingt PME.

Ce volume d'encours est géré par environ huit à quinze personnes dans les fonds.

Le principal déterminant des charges d'exploitation est la taille des équipes et la taille des tickets. Les grandes équipes gèrent les grands fonds, mais avec aussi de plus grands tickets.

La structure type d'une société de gestion correspond au schéma suivant (effectifs globaux entre huit et quinze personnes) :

- ◆ un ou deux associés-dirigeants ;
- ◆ deux ou trois directeurs d'investissement ;
- ◆ deux ou trois chargés d'investissement ;
- ◆ deux ou trois analystes juniors dont le profil type est ancien élève d'une grande école ;
- ◆ un secrétaire général chargé du « *back office* » ;
- ◆ une secrétaire.

Certaines sociétés de gestion peuvent avoir une organisation alternative en déléguant la gestion des fonds.

S'agissant des holdings, les modèles sont plus hétérogènes, mais seule une demi-douzaine de holdings est de taille assimilable à des sociétés de gestion de FCPI. Pour des holdings qui se constituent à partir de cibles déjà identifiées, les charges doivent être moindres. En aval, il y a également une grande hétérogénéité en matière de charges entre la holding passive dont l'objet exclusif est la détention de participations dans des sociétés opérationnelles et la holding animatrice qui participe à la politique des PME.

En ce qui concerne les niveaux de rémunération, en France, dans le secteur du *Private equity*, le salaire fixe d'un chargé d'affaires junior France (0 à 2 ans d'expérience) se situe actuellement autour de 40 à 60 k€ (avec un bonus maximum représentant 30/40 % du fixe) ; celui d'un chargé d'affaires senior (3 à 5 ans d'expérience) entre 50 et 70/80 k€ (avec un bonus maximum de 50 %) ; celui du directeur de participations (5 à 10 ans d'expérience) entre 80 et 150/170 k€ (bonus entre 20/30 et 100 % du fixe, auquel il faut ajouter le « *carried interest* ») ; et enfin celui d'un directeur associé de fonds à partir de 130/180 k€ et jusqu'à 250/400 k€ (bonus entre 50 et 200 % du fixe, plus « *carried interest* »)<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Ces chiffres sont tirés d'une récente étude réalisée par Alvedis Conseil et parue dans *Private Equity Magazine*, correspondent aux rémunérations pratiquées dans les fonds *small* et *mid caps* en France. Les fonds *large caps*, bénéficiant de *management fees* plus importants, dépassent très largement ces moyennes.

### 3.3. Un métier qui permet de dégager des économies d'échelle limitées et seulement sur certains segments de la chaîne de valeur

La gestion collective (FCP, SICAV,...), par opposition à l'investissement direct, consiste à mutualiser les sommes de plusieurs investisseurs pour les investir sur les mêmes actifs. Elle permet théoriquement de diminuer les coûts en diluant les frais fixes de la gestion de fonds dans des volumes d'investissement élevés, mais aussi d'adopter des stratégies de diversification pour réduire les risques.

L'industrie de la gestion collective se caractérise par la présence de coûts fixes à plus de 80 % : rémunération des équipes de gestion, maintenance des infrastructures techniques et administratives de gestion, traitement des opérations de souscription-rachat etc.

En présence de coûts fixes élevés, il est normalement possible de réaliser des économies d'échelle importantes.

Plusieurs études sur le secteur de la gestion collective montrent l'existence d'un potentiel d'économies d'échelles<sup>29</sup>. Toutefois, sur le sous-secteur du *private equity* et compte tenu de la petitesse du marché des FCPI-FIP et des holdings ISF-PME (faible volume d'encours, clientèle réduite, nombreuses lignes de compte de montant modeste et petitesse des cibles), les économies d'échelles sont potentiellement faibles.

A l'aide d'une étude économétrique sur la fonction de coût d'un OPCVM, une étude de 2004<sup>30</sup> établit que l'industrie française était caractérisée par des rendements d'échelle croissants et ce quels que soient l'objectif d'investissement et le montant d'actifs sous gestion de l'OPCVM. L'étude montre que les coûts moyens diminuent à mesure que la taille de l'actif augmente, mais qu'au-delà de 150 M€ d'actifs sous gestion, les coûts moyens diminuent moins rapidement.

Toutefois, l'étude réalisée pour le compte de l'AMF<sup>31</sup>, montre que la perspective d'économies d'échelle est en réalité limitée.

D'une part, une fraction importante (30 à 40 %) des frais de gestion est constituée de coûts de distribution<sup>32</sup> qui, étant liés à des prestations de services individualisées, sont peu susceptibles de faire l'objet d'économies d'échelle.

D'autre part, l'analyse d'un échantillon représentatif de fonds français et luxembourgeois fait apparaître que la relation entre l'encours des OPCVM et les frais de gestion acquittés par les porteurs de parts est certes négative, mais limitée et non linéaire : un OPCVM actions d'un milliard d'€ est moins cher de seulement 18 points de base qu'un OPCVM équivalent de 100 millions d'€, et une baisse de 18 points de base supplémentaire nécessiterait une hausse de 1 à 10 milliards d'€ des encours. L'augmentation de la taille des fonds n'a donc qu'un impact limité sur les coûts de gestion. Dans ces conditions, il n'est pas surprenant de constater un montant moyen élevé de frais de gestion inélastique à la structuration du marché.

L'étude permet surtout de conclure que les économies d'échelle ne sont pas répercutées sur les frais du fait d'un marché peu concurrentiel et du fait du peu de sensibilité du consommateur au niveau des frais.

---

<sup>29</sup> Grillet-Aubert L., Rifaldi S. (2009) : « Les économies d'échelle réalisées par l'industrie de la gestion collective profiteront-elles aux porteurs de parts ? », *Risques et tendances* n°7, AMF. Ces données sont issues de l'ICI et de l'EFAMA.

<sup>30</sup> « Economies d'échelle dans l'industrie française de la gestion collective », Maryam Housni-Fellah, Université Paris 2, janvier 2004.

<sup>31</sup> Grillet-Aubert L., Rifaldi S. (2009) *op.cit.*

<sup>32</sup> Ces coûts de distribution sont évalués entre 36 % et 61 % des frais de gestion pour l'ensemble des OPCVM dans le monde (Grillet-Aubert L., Rifaldi S. (2009) *op.cit.*).



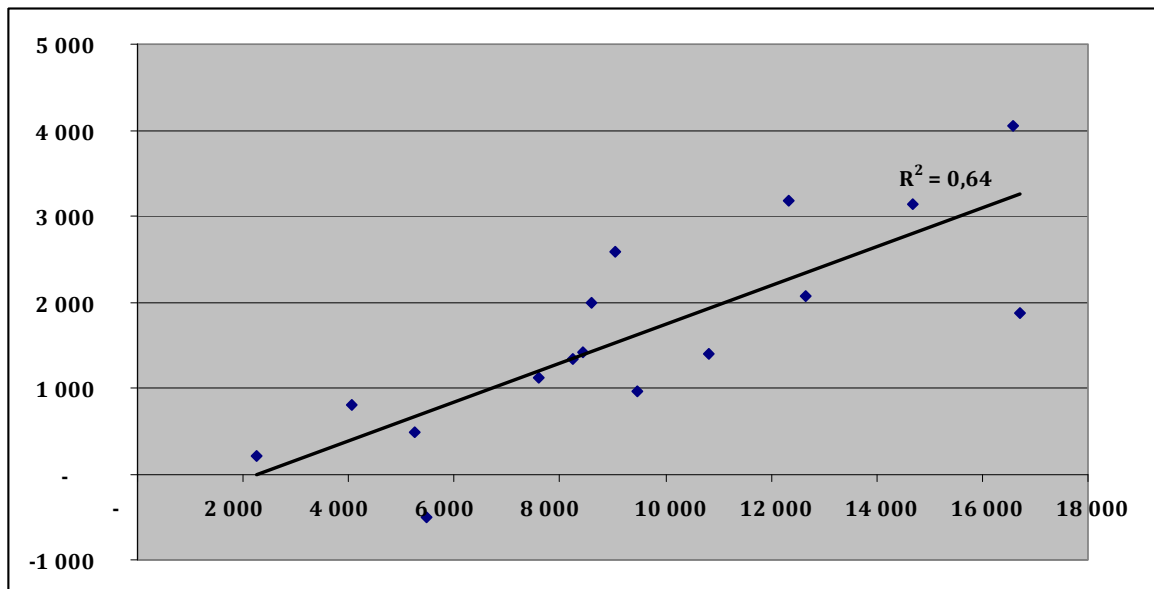
## Annexe V

Pour des volumes d'encours nettement inférieurs comme dans le *private equity*, les possibilités d'économie d'échelle sont incertaines. Le volume des encours et le potentiel de hausse du ticket d'entrée sont limités.

Toutefois, l'analyse qualitative suggère que certains segments de la chaîne de valeur peuvent se prêter à des économies d'échelles. Ainsi, en matière de charges administratives, on peut penser que l'augmentation du ticket moyen n'augmente ni le nombre de tâches à accomplir pour la gestion de ce compte, ni les renseignements à fournir à son porteur. Certaines dépenses de fonctionnement en équipement informatique, en logiciel, en abonnement à des bases de données et en loyer ou encore les frais de commissaire aux comptes et les frais de communication, sont fixes et on peut réaliser des économies d'échelles par une augmentation des actifs gérés.

Graphiquement, le croisement du résultat net et de la taille de la société de gestion (mesurée par le montant des produits d'exploitation, puis par les effectifs) fait apparaître une corrélation. Les sociétés de gestion dégagent des résultats nets plus importants à mesure que leur produit d'exploitation croît plus vite que leurs charges. Ce point amène à penser qu'il existe bien des économies d'échelles.

**Graphique 16 : Une corrélation significative entre le résultat net et la taille des sociétés de gestion (montant du produit d'exploitation)**



*Source : Données AMF ; graphique et analyse secondaire IGF (analyse effectuée sur un échantillon de seize sociétés de gestion après élimination de quatre points extrêmes dans l'échantillon initial de vingt sociétés). Le produit d'exploitation est en abscisse et le résultat net en ordonnées.*

Le marché est relativement concentré : selon l'enquête de l'association française de la gestion financière (juillet 2009) relative à la collecte 2009 il apparaît que :

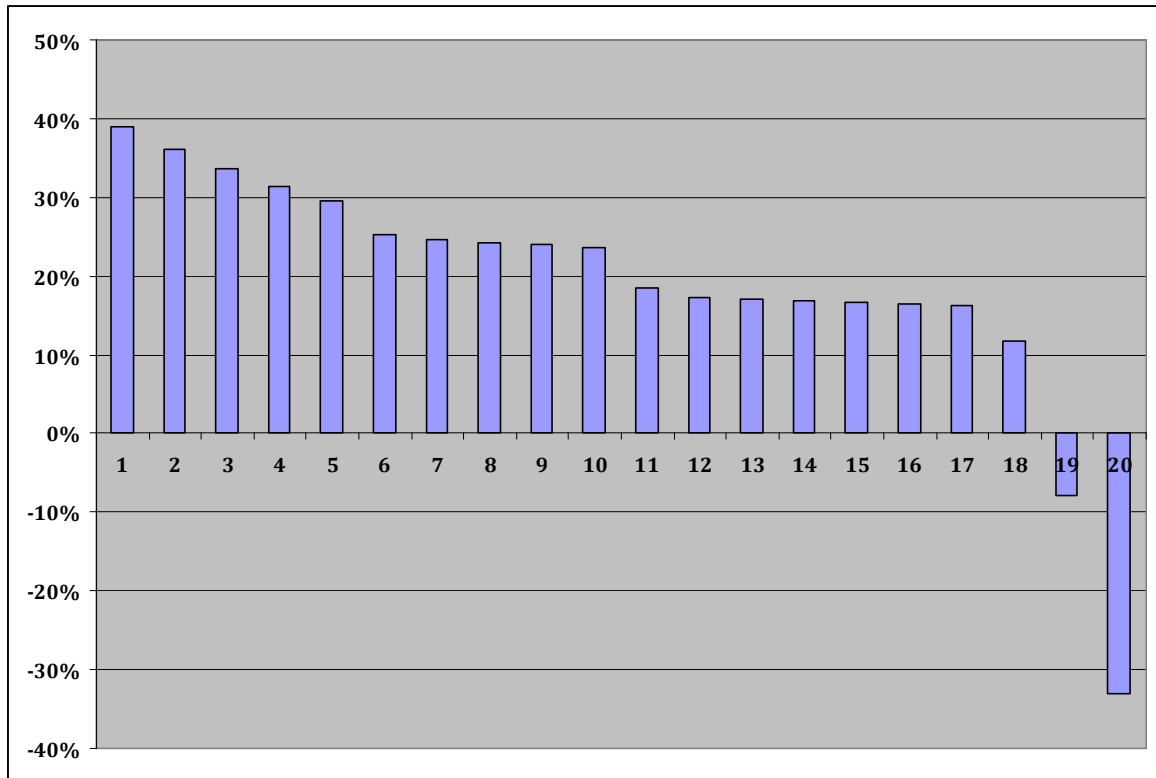
- ◆ les cinq premiers FCPI représentent 64 % des capitaux levés (pour 13 sociétés gestionnaires et 16 véhicules constitués et 122 M€ collectés) ;
- ◆ les cinq premiers FIP représentent 41 % des capitaux levés (pour 23 sociétés gestionnaires et 32 véhicules constitués et 215 M€ collectés).

Par conséquent, la réduction des frais de gestion liés à la réalisation d'économies d'échelles passerait par une augmentation du volume des levés de fonds et du ticket moyen dans les sociétés de gestion. Cependant, à la différence des OPCVM de masse, le potentiel semble limité sur ces produits qui restent des fonds de proximité gérant une clientèle de particuliers et investissant dans un nombre limité de PME.

### 3.4. L'analyse de la rentabilité du secteur montre que l'activité est profitable

Par ailleurs, sur l'échantillon des vingt sociétés de gestion (issues de l'échantillon des FCPI-FIP de l'échantillon « test »), lorsque l'on considère le taux de marge (résultat d'exploitation / produit d'exploitation), le secteur apparaît assez profitable. En effet, 17 sociétés de gestion sur 20 (85 %) ont un ratio résultat d'exploitation / produit d'exploitation supérieur à 15 % avec une moyenne de 19 %.

**Graphique 17 : Le taux de marge (résultat d'exploitation / produit d'exploitation) des sociétés de gestion de l'échantillon**



*Source : Données AMF ; graphique et analyse secondaire IGF (analyse effectuée sur un échantillon de vingt sociétés de gestion).*

Il apparaît donc possible de réduire les marges de ce secteur sans mettre en péril la survie des sociétés de gestion.

## 4. La mission a examiné trois pistes différentes d'encadrement des frais

### 4.1. Plafonner le montant des frais et des commissions

#### 4.1.1. Description de la mesure et modalités de mise en œuvre

La disposition de plafonnement du montant des frais de gestion et des diverses commissions adoptée en première lecture au Sénat prévoit que « *le montant des frais et commissions ne peut excéder un plafond fixé par arrêté du ministre chargé de l'économie.* » (insertion à l'article 885-0 V bis du code général des impôts)<sup>33</sup>.

Il s'agit de mettre en place un plafond des frais prélevables sur l'ensemble de la durée de vie du fond ou de la durée de détention des parts. Le principe figurerait dans la loi et le niveau de plafond des frais serait défini par arrêté du ministre chargé de l'économie. Il s'agit d'un outil de régulation administrative des prix.

S'agissant de la définition du plafond, il est proposé de s'appuyer sur un taux de frais annuel moyen maximum.

La mise en œuvre de cette norme reposerait sur une disposition de nature législative, soit en menant à son terme cet alinéa de la proposition de loi adoptée en première lecture au Sénat, soit en le reprenant dans le cadre d'un projet de loi de finances. Il est également possible d'insérer une telle disposition dans le projet de loi de régulation bancaire et financière annoncé par le gouvernement pour la fin de l'année 2009.

Concrètement le contrôle du respect du plafond devrait s'effectuer au moment de l'agrément par l'AMF. Chaque notice devrait intégrer, pour l'information du souscripteur, une prévision des frais selon plusieurs scénarios de durée de détention, ces montants devant être inférieurs au taux plafond figurant dans l'arrêté publié pour la cinquième année. Le non respect du plafond de la part de la société de gestion entraînerait le refus de l'agrément ou du visa pour l'offre au public de titres financiers. La disposition législative pourrait prévoir explicitement le rôle de contrôle des frais dévolu à l'AMF.

On retrouve ce type de disposition au Royaume-Uni où la mission a identifié un système de plafonnement des frais de gestion des produits financiers bénéficiant d'un régime d'exonération d'impôt sur le revenu (« *Individual Saving Accounts* ») pour bénéficier du label « *stakeholder* ». Il y a ainsi un plafonnement de l'ensemble des frais à 1,5 % de l'actif les dix premières années puis 1 % les années suivantes. Le respect de ce plafond est contrôlé par la « *Financial services authority* » (FSA).

En plus du niveau du plafond, l'arrêté (ou une instruction AMF) devrait prévoir les modalités et convention de calcul de ce niveau (cf. annexe IV relative à la transparence des frais : expression du niveau des frais en taux, périmètre et modalités de calcul du TFAM, hypothèses d'actualisation, du ticket moyen et de durée de détention, etc.).

Le plafond serait exprimé pour la cinquième année et le taux affiché par le fonds dans sa notice devrait être inférieur au taux plafond figurant dans l'arrêté. Dans le cas contraire, l'agrément ou le visa ne serait pas donné.

S'agissant du calendrier de mise en œuvre, cette disposition pourrait être mise en œuvre dans le cadre du projet de loi de finances 2010 ou bien du collectif de fin d'année.

---

<sup>33</sup> Cf. proposition de loi visant à renforcer l'efficacité de la réduction d'impôt de solidarité sur la fortune au profit de la consolidation du capital des petites et moyennes entreprises, texte de la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la nation, 17 juin 2009. n° 470.

## Annexe V

L'arrêté du ministre chargé de l'économie pourrait être pris courant janvier ou février au plus tard pour permettre aux sociétés de gestion et aux holdings d'amender leurs documents d'information et à l'AMF de les agréer conformément à la nouvelle législation avant le mois d'avril pour être compatible avec la prochaine campagne de levée de fonds qui se déroule avant la mi-juin 2010.

### 4.1.2. Avantages et impacts de la mesure

Les avantages de cette disposition sont d'évincer du marché les pratiques de tarification excessives qui conduisent à altérer l'impact de l'avantage fiscal et d'empêcher à l'avenir une hausse des frais. Cela devrait conduire les sociétés de gestion et les distributeurs à réduire leurs marges ou à réduire leurs coûts.

### 4.1.3. Inconvénients et risques de la mesure

La mise en place d'une telle disposition qui peut sembler simple dans son principe, se heurte aux inconvénients et aux effets pervers classiques de l'administration des prix. On peut identifier les problèmes suivants :

- ◆ la définition du périmètre pertinent ;
- ◆ la définition du montant ;
- ◆ les risques juridiques ;
- ◆ les risques de contournement et/ou de convergence des pratiques tarifaires ;
- ◆ les modalités de contrôle et la nature de la sanction.

#### 4.1.3.1. La définition du périmètre pertinent

Pour éviter les risques de contournement du plafond, il convient de retenir une définition extensive du périmètre des frais. Ainsi, le taux de frais annuel moyen doit comprendre non seulement les frais récurrents, mais également tous les autres frais non récurrents (frais d'entrée, de constitution de dossier, de sortie, de rachat, etc.) quelles que soient leurs modalités de calcul (frais réels, frais fixes, frais en pourcentage de la valeur de l'actif ou du montant de la souscription ou de n'importe quelle autre assiette).

La question du périmètre soulève en outre deux autres difficultés :

- ◆ l'opportunité de prévoir un sous-plafond par destinataire en identifiant à part les frais et autres commissions revenant à la distribution (cf. annexe VI sur la distribution) ;

Sur ce premier point, pour éviter que seules les sociétés de gestion réduisent leurs marges et que les frais de distribution demeurent identiques, il pourrait être envisagé de prévoir un sous-plafond pour les frais de distribution. Il est aussi envisageable d'instaurer un plafond pour ces seuls frais.

La mission considère que cette option d'un sous-plafond serait porteuse d'une trop grande complexité et qu'il serait difficile d'administrer la politique des prix de l'ensemble de la filière de ces produits. En outre, ce sous-plafond buterait sur les mêmes limites que le plafond d'ensemble (risque de contournement ; difficulté de fixer un montant objectif ; difficulté de contrôle et impact faible). Cela reviendrait à arbitrer les relations commerciales entre distributeurs et producteurs.

- ◆ l'intégration des frais facturés aux PME cibles et non au souscripteur, mais qui pèsent sur le rendement de l'actif.

## Annexe V

Sur ce second point, la mission considère que pour réduire les risques de contournement ou de distorsion entre les fonds et les holdings (qui pratiquent davantage ce type de facturation), il serait opportun de les intégrer dans le plafond. En conséquence, le cas échéant, une nouvelle rédaction de la disposition législative est nécessaire pour couvrir le champ des frais facturés aux PME cibles (cf. annexe IV sur la transparence des frais).

### 4.1.3.2. La définition du montant

Pour que le plafond conduise à une baisse effective des frais, il devrait se situer en dessous de la moyenne actuelle.

En effet, lorsque les prix sont plafonnés, deux phénomènes jouent en sens contraire :

- ◆ les tarifs au-delà du plafond disparaissent ;
- ◆ les tarifs en deçà du plafond, ont tendance à s'en rapprocher voire à s'y aligner.

Ce phénomène est constaté par exemple sur le montant des « *carried interest* » où le plafond, défini par décret, a institutionnalisé une pratique de marché adoptée par la très grande majorité des acteurs qui ont retenu le plafond de 20 %.

A l'inverse, le montant ne doit pas être fixé trop bas pour ne pas déséquilibrer le secteur et évincer des sociétés de gestion qui auraient des coûts de gestion importants. Le risque pourrait en effet être d'évincer les « entrants » sur le marché ou encore les sociétés de gestion qui ont un modèle économique fondé sur des prestations de qualité élevée et des perspectives de rendements en conséquence (ex. recrutement de spécialistes sur les « *high tech* » ou sur les « *bio-tech* » pour prospecter les bons dossiers, être très sélectifs et accompagner les PME dans leur développement). Le risque d'évincer les meilleures sociétés de gestion (qui ont des charges de rémunération plus importantes) ou encore le risque de dégrader la qualité des prestations (par exemple, en augmentant le nombre de dossiers par gestionnaire) est réel.

Compte tenu du niveau de rentabilité des sociétés de gestion du secteur, l'hypothèse d'une réduction des frais de gestion d'environ 10 % à 15 % reviendrait à fixer un TFAM plafond compris entre 5 % et 5,5 % pour une durée de détention de cinq ans. Concrètement, cela revient à réduire d'environ 6 M€ le montant total des frais de gestion annuels actuellement pratiqués sur une levée de fonds de 1,2 Mds€. En cumulé sur un produit détenu sur huit ans, cela pourrait conduire à accroître le montant des investissements d'une quarantaine de millions d'euros.

Une hypothèse de réduction des frais de deux points sur le TFAM (ce qui nécessiterait de réduire à la fois les marges des sociétés de gestion et une part importante des frais de distribution) représente un enjeu d'environ 25 M€ soit 3 % de la dépense fiscale de l'année. Cumulé sur huit ans, l'enjeu pluriannuel représente environ 200 M€ (soit 186 M€, actualisé à 2 % ou 174 M€ actualisé à 4 % en euros de l'année de souscription) pour les fonds qui seront souscrits à partir de 2010 jusqu'en 2018.

Entre ces hypothèses, compte tenu de la diversité des fonctions de production des sociétés de gestion et des holdings, il est difficile de déterminer un montant de façon objective par rapport à un coût des prestations fournies à l'épargnant et aux PME.

### 4.1.3.3. Les risques juridiques

Cf. annexe VI relative à la distribution des FCP et des parts de holdings ISF PME.

#### **4.1.3.4. Les risques de contournement et/ou de convergence des pratiques tarifaires**

Le montant administré des frais de gestion risque d'aboutir à une situation non concurrentielle sur les frais de gestion en raison d'un alignement des pratiques tarifaires facilité par la définition d'un plafond. Dès lors, il est probable que les acteurs de marché en dessous du TFAM majorent leurs frais et leurs marges et que cela réduise la portée de la mesure qui aura en fait fixé un « prix cible ».

Les produits ne se différencieraient alors qu'au travers de leur politique d'investissement, de l'avantage fiscal auquel ils donnent droit et de leurs perspectives de rendement.

Enfin, le plafonnement ne peut garantir l'absence de contournement *via* la création de sociétés tierces qui factureraient des conseils ou d'autres types de prestation d'accompagnement aux PME par exemple (cf. les développements sur ce point dans l'annexe IV portant sur la transparence des frais).

Au total, l'efficacité d'une mesure de plafonnement semble très limitée.

#### **4.1.3.5. Les modalités de contrôle et la nature de la sanction**

La définition d'une norme pour plafonner les frais de gestion nécessite un régime de contrôle et de sanction. En amont, le respect du plafond dans la notice serait une condition de l'agrément du produit.

Il semblerait par ailleurs opportun de confier à l'AMF une mission générale de surveillance des pratiques tarifaires qui s'inscrit pleinement dans le cadre de ses réorientations stratégiques.

#### **4.1.3.6. Le ciblage de cette disposition sur cette classe d'actif**

La mise en place d'un dispositif d'administration des frais de gestion sur cette classe d'actifs pose incontestablement la question du traitement des autres classes d'actifs. Certains pourront craindre les risques d'élargissement du principe du plafonnement aux autres produits. Par ailleurs, la mise en place d'un plafonnement sur ces seuls produits peut en limiter le développement ou la distribution.

#### **4.1.4. Appréciation d'ensemble**

Si les obstacles juridiques et les modalités de mise en œuvre ne constituent pas des problèmes insurmontables, il apparaît que l'instauration d'un plafond n'apporte pas les garanties suffisantes d'efficacité (risque de contournement et risque d'ajustement à la hausse notamment) avec des risques de déstabilisation du marché (risque d'éviction et de dégradation de la qualité de l'accompagnement des PME). Cette mesure pourrait modifier l'économie d'un secteur qui est en cours de constitution et qui connaît une forte insécurité juridique avec des changements de régime importants depuis deux ans (amendement dit « Adnot » ; instruction de juin 2009 qui n'est pas encore mise en œuvre ; etc.) et des aléas importants sur la levée des fonds liés à la situation économique.

## 4.2. Mettre en place des recommandations de l'AMF sur le niveau des frais et instauration d'un mécanisme « *comply or explain* »

### 4.2.1. Description de la mesure et modalités de mise en œuvre

Il s'agirait de confier à l'AMF la responsabilité de l'élaboration d'une recommandation tarifaire qui pourrait être révisée chaque année.

Sur le fondement de cette recommandation, les sociétés de gestion seraient conduites, lors de l'agrément, à démontrer qu'elles respectent cette recommandation ou bien à justifier de l'écart lorsqu'elles pratiquent des frais supérieurs.

Il s'agirait de fixer, pour chaque catégorie de frais, le montant maximal de frais « acceptables » que pourraient prélever les fonds et holdings. Ces normes de frais seraient codifiées dans une « recommandation tarifaire annuelle » mise en ligne sur le site internet de l'AMF et publiée en première page des notices d'information et des prospectus des fonds et holdings de la nouvelle année.

Un fonds ou une holding pourraient s'en écarter à condition de respecter les deux conditions suivantes :

- ◆ sur la première page de la notice d'information et du prospectus, la recommandation tarifaire serait remplacée par l'avertissement suivant : « *l'AMF attire votre attention sur le fait que le présent fonds / holding a choisi de ne pas se conformer à la recommandation tarifaire annuelle qui limite les frais aux plafonds suivants : ...* » ;
- ◆ dans le corps des documents d'information, en face de chacun des frais qui ne respectent pas les normes fixées par la recommandation, une justification de ce choix devrait être apportée et commencer de la façon suivante : « *Le fonds / la holding a choisi de dépasser le plafond fixé par l'AMF pour ce frais car...* ».

Ce système est proche de ce qui se pratique au Royaume-Uni où la FSA réunit chaque année les acteurs de la profession avec qui sont définies les pratiques tarifaires jugées « raisonnables ». Selon le principe du « *comply or explain* » (se soumettre ou expliquer), les sociétés de gestion restent libres de dépasser ces normes, mais elles doivent alors se justifier.

Cette disposition nécessite une base légale donnant compétence à l'AMF pour publier des recommandations tarifaires.

### 4.2.2. Avantages et impacts de la mesure

Cette proposition est simple à mettre en œuvre, ne génère pas de coûts importants pour les acteurs et permet de laisser fonctionner les mécanismes de marché. Plusieurs inconvénients d'un plafonnement réglementaire des prix sont évités, notamment l'éviction d'acteurs pratiquant des prix supérieurs au plafond qui, ici, auraient la possibilité de justifier leur choix tarifaire.

Elle pourrait être définie en concertation avec les acteurs du marché. Les normes retenues pour chaque catégorie de frais seraient davantage susceptibles de prendre en compte les contraintes des sociétés de gestion et des distributeurs. Le risque d'un plafond fixé trop bas, et donc non respecté, serait atténué.

Enfin, le mécanisme de révision annuelle des normes offrirait à celles-ci une souplesse adaptée aux évolutions du marché.

Ainsi, cette approche est sans doute plus acceptable par les acteurs de marchés que le plafonnement administratif des prix, mais rien ne vient garantir le respect de la recommandation et, par conséquent, l'efficacité de la mesure pour maîtriser le niveau des frais.

#### 4.2.3. Inconvénients et risques de la mesure

Cette mesure présente les mêmes inconvénients que les mesures de plafonnement normatif des frais : définition du niveau, risque d'entente ou d'alignement des frais par le haut au détriment du souscripteur, risque de contournement, problèmes de délais pour la mise en œuvre, etc.

L'impact sur le niveau des frais est incertain car il dépend du respect par les acteurs des plafonds indicatifs.

Enfin, la compatibilité de cette procédure avec le droit communautaire de la concurrence peut être mise en doute. Dès-lors que les normes de prix seraient fixées en concertation avec la profession, un risque existe que ces normes soient requalifiées en ententes et puissent être sanctionnées sur le fondement de l'article 85 du traité instituant la Communauté européenne.

### 4.3. Lier davantage le mode de rémunération des sociétés de gestion à leur performance

#### 4.3.1. Description de la mesure et modalités de mise en œuvre

L'alignement des intérêts de la société de gestion et de l'investisseur n'est que partiel. En effet, dans un scénario de moins value, la rémunération de la société de gestion est garantie avec le calcul des frais récurrents sur le montant des souscriptions. En revanche, en cas de plus value, les gestionnaires sont intéressés aux résultats avec la pratique du *carried interest*.

Il pourrait être alors envisagé, en contrepartie du « *carried interest* », d'imposer l'utilisation du plus petit montant entre la valeur de la souscription et l'actif net pour calculer le montant des frais de gestion récurrents. Le changement éventuel de base de calcul des frais aurait lieu à partir de la cinquième année car il est fréquent que les premières années la valeur de l'actif diminue alors que c'est le moment où la société de gestion engage les coûts les plus importants. Si cette disposition concernait les premières années, les sociétés de gestion et les holdings pourraient être incitées à privilégier des investissements peu risqués.

Ainsi, les équipes de gestion qui ne parviendraient pas au bout de cette période à offrir un rendement positif aux investisseurs verraient leur rémunération décroître.

L'intérêt de la mesure est d'inciter les équipes de gestion à dégager de la plus value : au bout de la cinquième année, si une société de gestion n'a pas dégagé de plus value, ses frais de gestion récurrents diminuent à due concurrence. En revanche, si elle a dégagé de la plus value, ses frais de gestion se stabilisent en utilisant l'assiette de la valeur de souscription : dans ce cas, l'équipe de gestion sera rémunérée grâce au « *carried interest* » au moment de la liquidation des parts.

Ce système permet de réduire fortement les frais de gestion des gestionnaires les moins efficaces alors que dans le système actuel, les gestionnaires sont gagnants lorsqu'ils dégagent de la plus value et ne perdent rien d'autre qu'une petite part de leur investissement au titre du « *carried interest* » en cas de moins value.

S'agissant de la mise en œuvre, cette disposition nécessite une modification de l'instruction de juin 2009 qui prévoit le calcul des frais sur l'assiette de souscription.



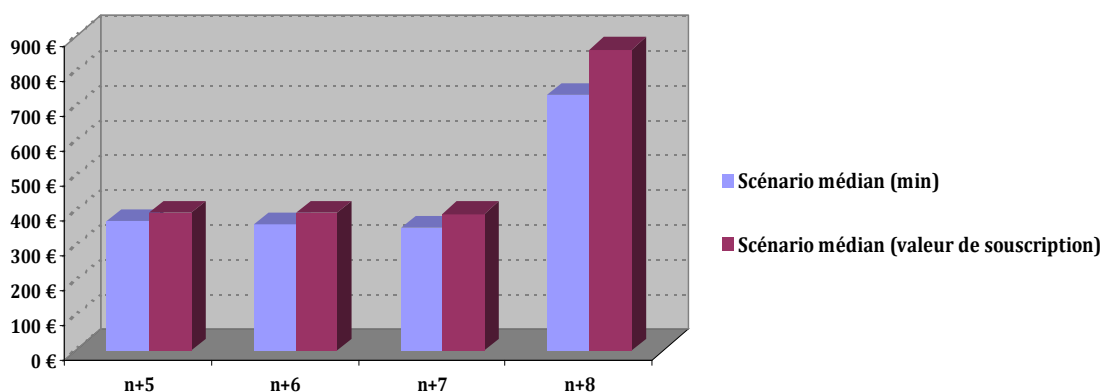
## Annexe V

Comme pour la précédente mesure, la modification des règles de calcul des frais nécessite à nouveau une refonte de l'instruction et une harmonisation des règles de calcul des frais. Elle pourrait être applicable pour la campagne de levée des fonds 2011 après publication d'une nouvelle instruction AMF à l'issue du premier semestre 2010.

### 4.3.2. Avantages et impacts de la mesure

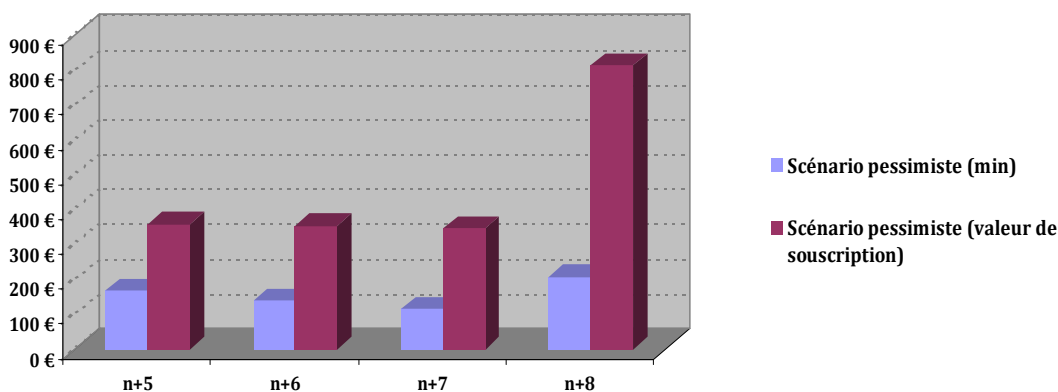
Cette mesure réduit significativement les frais de gestion en cas de moins value par rapport au calcul des frais sur la seule assiette du montant de la souscription.

**Graphique 18 : Simulation de l'impact d'un changement d'assiette pour le calcul des frais (scénario médian à faible moins value de l'actif net ; données en montant pour un investissement initial de 10 000 €)**



Source : Mission.

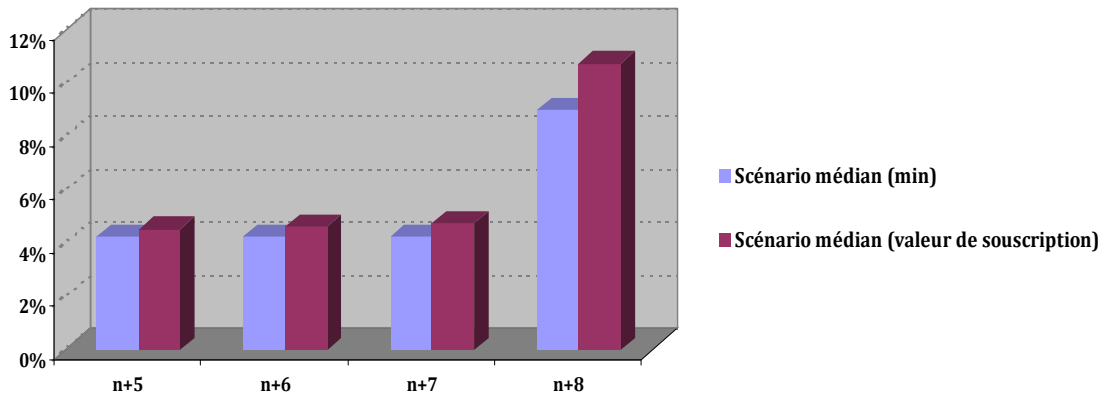
**Graphique 19 : Simulation de l'impact d'un changement d'assiette pour le calcul des frais (scénario pessimiste à forte moins value de l'actif net ; données en montant pour un investissement initial de 10 000 €)**



Source : Mission.

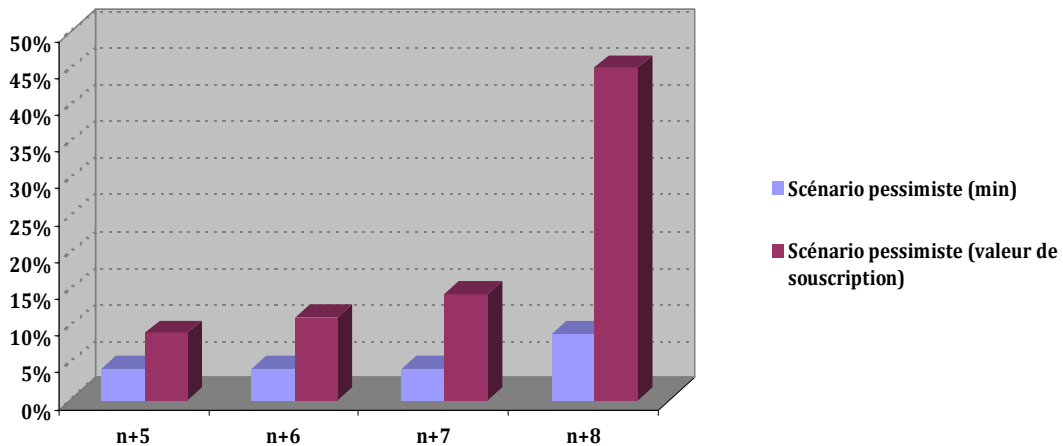
## Annexe V

**Graphique 20 : Simulation de l'impact d'un changement d'assiette pour le calcul des frais (scénario médian à faible moins value de l'actif net ; données exprimées en TFAM)**



Source : Mission.

**Graphique 21 : Simulation de l'impact d'un changement d'assiette pour le calcul des frais (scénario bas à forte moins value de l'actif net ; données exprimées en TFAM)**



Source : Mission.

L'impact de la mesure est d'autant plus important que le produit connaît une moins value.

S'agissant des données en montant, dans le scénario pessimiste, la modification de l'assiette des frais sur les années n+5 à n+8 aboutit à réduire les frais cumulés de 3 517 € à 2 271 €, soit une baisse des frais de 1 246 €, qui correspond à 35 % du total des frais du produit.

Dans le cas du scénario médian, l'impact est moindre : -226 €, soit -5 % du total des frais.

Exprimé en taux de frais annuel moyen, dans le scénario pessimiste, le TFAM passe de 12,9 % à 5,7 % et, dans le scénario médian, de 5,9 % à 5,6 %.

### 4.3.3. Inconvénients et risques de la mesure

Cette option conduit à modifier à nouveau le mode de calcul des frais revu par l'instruction de juin 2009, mais en pratique rares sont les sociétés de gestion qui ont déjà mis en œuvre ces nouvelles dispositions.

Cette mesure qui pourrait avoir pour effet d'accroître la volatilité des revenus des sociétés de gestion ne pénaliserait toutefois que les moins performantes.

## **ANNEXE VI**

### **La distribution des parts de fonds communs de placement et des actions de holdings ISF-PME**

# SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>1</b>
<b>1. LES PARTS DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT ET DES HOLDINGS OUVRANT DROIT À UN AVANTAGE FISCAL SONT DISTRIBUÉES SELON LES MÊMES CIRCUITS QUE LES AUTRES PRODUITS FINANCIERS .....</b>	<b>3</b>
1.1. Les FIP, les FCPI et les holdings ISF PME sont majoritairement distribués par les réseaux bancaires .....	3
1.1.1. <i>La commercialisation de ces produits financiers s'insère dans le modèle dominant de distribution intégrée .....</i>	<i>4</i>
1.1.2. <i>Les courtiers en ligne ont créé une concurrence nouvelle.....</i>	<i>7</i>
1.2. Les statuts juridiques relatifs à la distribution de ces produits sont multiples .....	7
1.3. La formalisation des conventions de distribution est devenue obligatoire, mais ne porte pas sur la rémunération des distributeurs.....	9
1.4. Les règles de démarchage diffèrent en fonction du type de produit.....	10
1.4.1. <i>Les parts des FIP et FCPI peuvent faire l'objet d'un démarchage.....</i>	<i>10</i>
1.4.2. <i>Parmi les holdings, seules celles qui font offre au public de titres financiers peuvent faire l'objet d'un démarchage.....</i>	<i>11</i>
<b>2. LES INTERMÉDIAIRES DE LA DISTRIBUTION SONT RÉMUNÉRÉS PAR DES DROITS D'ENTRÉE ET DES RÉTROCESSIONS ANNUELLES SUR FRAIS DE GESTION .....</b>	<b>12</b>
2.1. Comme pour l'ensemble des produits financiers, la rémunération des distributeurs est constituée de la perception des frais de souscription, ainsi que de la rétrocession d'une partie des frais récurrents de gestion .....	12
2.1.1. <i>Les distributeurs bénéficient de la rétrocession des droits d'entrée ...</i>	<i>12</i>
2.1.2. <i>...et de la rétrocession annuelle d'une partie des frais de gestion.....</i>	<i>12</i>
2.2. Les règles de transparence et d'encadrement des rétrocessions des frais de gestion récurrents ont été précisées.....	13
2.2.1. <i>Les principes applicables aux prestataires de service d'investissement sont issus de la directive MIF.....</i>	<i>13</i>
2.2.2. <i>Les règles imposées aux conseillers en investissement financier sont proches de celles des PSI.....</i>	<i>13</i>
2.2.3. <i>Concernant la distribution des sociétés holdings, la perception de rétrocessions nécessite l'intervention d'un intermédiaire supplémentaire.....</i>	<i>14</i>
<b>3. LES NIVEAUX DES FRAIS DE DISTRIBUTION SONT ÉLEVÉS ET NE PARAISSENT PAS TOUJOURS JUSTIFIÉS.....</b>	<b>16</b>
3.1. Les niveaux globaux de frais liés à la distribution sont élevés et en croissance.....	16
3.1.1. <i>Les droits d'entrée sont en légère décroissance depuis quelques années.....</i>	<i>16</i>
3.1.2. <i>En revanche, le niveau des frais de gestion récurrents rétrocédés aux acteurs de la distribution est élevé et en augmentation continue.....</i>	<i>20</i>

## Annexe VI

3.2. Le niveau des droits d'entrée se justifie par l'existence de prestations de conseil et de réception transmission d'ordres rendues par les distributeurs .....	26
3.3. Les rétrocessions annuelles de frais de gestion sur ces produits spécifiques ne trouvent pas de justifications et sont contraires aux dispositions réglementaires....	27
3.3.1. <i>La rémunération des distributeurs de FIP, FCPI et holdings ISF PME se situe à un niveau élevé au regard des autres produits financiers grand public.....</i>	<i>27</i>
3.3.2. <i>Par ailleurs, ces rétrocessions sont aujourd'hui peu transparentes pour l'investisseur et pour le régulateur.....</i>	<i>31</i>
3.3.3. <i>Enfin, compte tenu des spécificités de ces produits, ces rétrocessions annuelles ne trouvent pas de justifications à la fois sur le plan économique et juridique.....</i>	<i>31</i>
<b>4. PLUSIEURS PISTES SONT ENVISAGEABLES POUR AMÉLIORER LA RÉGULATION DES FRAIS DE DISTRIBUTION .....</b>	<b>42</b>
4.1. Imposer une obligation de déclaration auprès du régulateur des rétrocessions revenant à la distribution .....	42
4.1.1. <i>Description de la mesure et modalités de mise en œuvre.....</i>	<i>42</i>
4.1.2. <i>Avantages et impacts de la mesure.....</i>	<i>44</i>
4.1.3. <i>Inconvénients et risques de la mesure .....</i>	<i>45</i>
4.2. Plafonner la rémunération globale des distributeurs.....	46
4.2.1. <i>Description de la mesure et modalités de mise en œuvre.....</i>	<i>46</i>
4.2.2. <i>Avantages et impacts de la mesure.....</i>	<i>48</i>
4.2.3. <i>Inconvénients et risques de la mesure .....</i>	<i>49</i>
4.2.4. <i>Appréciation d'ensemble.....</i>	<i>52</i>
4.3. Interdire les rétrocessions sur frais de gestion en application des dispositions réglementaires transposant la directive MIF .....	52
4.3.1. <i>Description de la mesure et modalités de mise en œuvre.....</i>	<i>52</i>
4.3.2. <i>Avantages et impacts de la mesure :.....</i>	<i>54</i>
4.3.3. <i>Inconvénients et risques de la mesure :.....</i>	<i>57</i>
4.3.4. <i>Appréciation d'ensemble.....</i>	<i>60</i>

## Introduction

Les sociétés de gestion n'assurent que de façon marginale le placement direct de leurs produits d'épargne collective ; elles nouent généralement des accords de distribution, qui couvrent la commercialisation et la vente, avec des entités spécialisées dans la distribution de produits financiers.

Ainsi, dans leur très grande majorité, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)<sup>1</sup> sont distribués de manière indirecte par les établissements financiers, qui utilisent leurs réseaux intégrés, ou par des distributeurs indépendants tels que les courtiers d'assurance, des conseillers en investissement financier (CIF) ou des personnes physiques titulaires d'une carte de démarchage.

La commercialisation de parts ou actions d'OPCVM comprend généralement deux phases :

- ◆ une phase commerciale :

Cette phase débute par une prise de contact avec le client en vue de lui fournir un service de conseil en investissement.

Les informations destinées aux clients et aux conseillers en gestion sont préparées par les services marketings de la société de gestion.

- ◆ une phase de traitement de l'ordre de souscription :

Lorsque le commercialisateur reçoit l'ordre de son client et le transmet au centralisateur du fonds concerné, il fournit un service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers (RTO).

La matérialisation de la vente est réalisée par l'édition d'un bulletin de souscription. Les bulletins signés et le moyen de paiement sont envoyés à un « *back office* » (fonctions support) qui saisit les ordres pour les réseaux bancaires, ou à un service de RTO pour les conseillers en gestion de patrimoine indépendants (CGPI), puis transmis au dépositaire qui effectuera le règlement et la livraison.

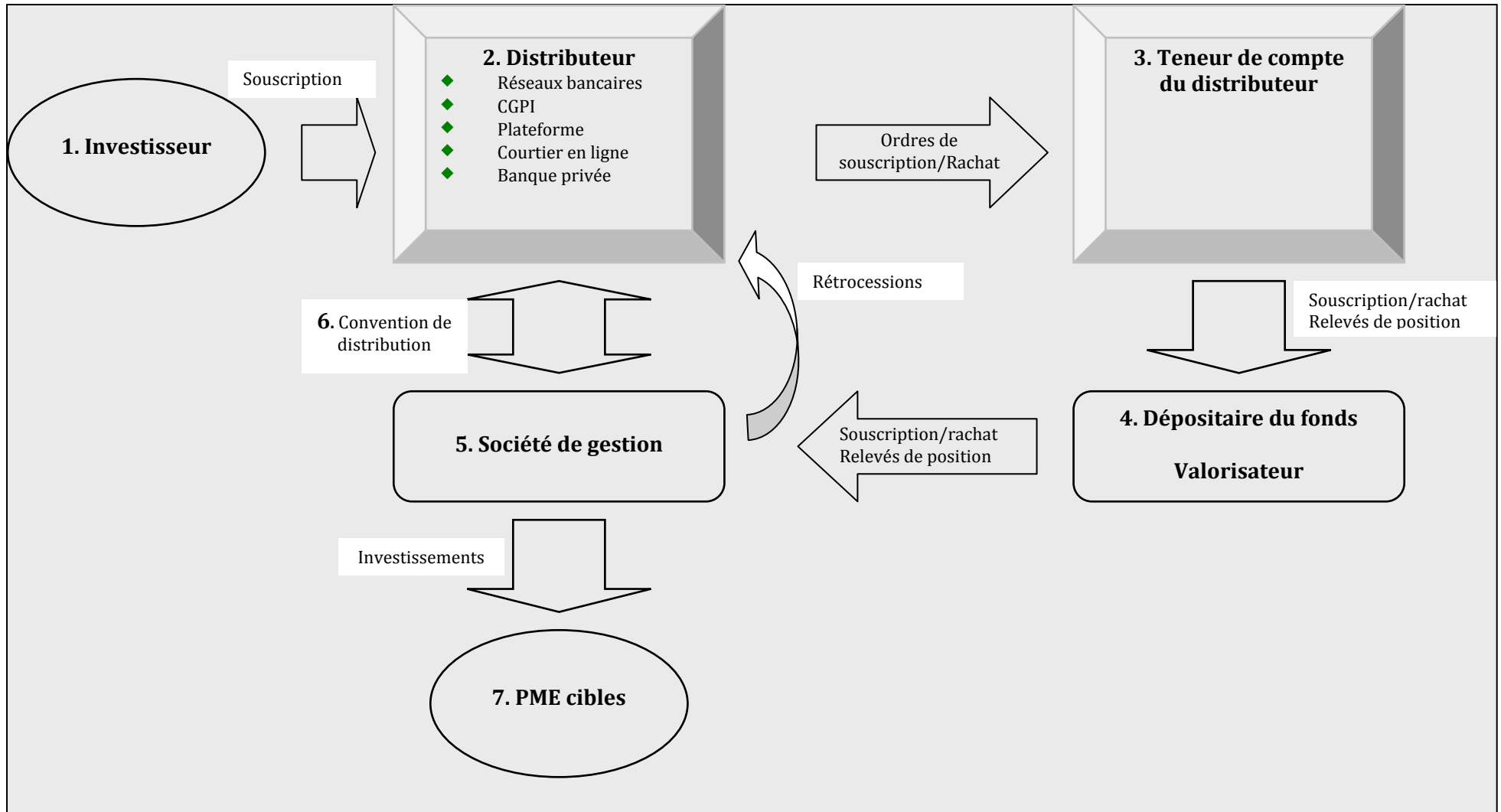
La distribution des FCPI et FIP correspond à la norme de distribution des produits financiers en France (cf. encadré 1 ci-dessous) et celle des holdings ISF PME tend aujourd'hui à s'en rapprocher de plus en plus (cf. encadré 5 ci-dessous)<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières, famille à laquelle appartiennent les FIP, FCPI et FCPR fiscaux donnant droit à un avantage fiscal à l'entrée, en matière d'IRPP ou d'ISF.

<sup>2</sup> Les obligations applicables aux fonds, destinées à protéger les investisseurs et à structurer le marché, comme le recours à un teneur de compte et à un dépositaire, ne s'appliquent cependant pas aux sociétés holdings, qui sont de simples sociétés commerciales et, en tant que telles, uniquement soumises aux règles définies par la loi du 24 juillet 1966, insérée dans le code de commerce aux articles L. 210-1 et suivants.

Encadré 1 : La distribution de fonds



Source : Mission.

## 1. Les parts des fonds communs de placement et des holdings ouvrant droit à un avantage fiscal sont distribuées selon les mêmes circuits que les autres produits financiers

La distribution en France des OPCVM est caractérisée par une pluralité d'acteurs dont les statuts diffèrent, et parmi lesquels les réseaux intégrés des banques et des assurances restent dominants. Le mode de rémunération de ces acteurs repose essentiellement sur la perception immédiate des droits de souscription<sup>3</sup> et celle, récurrente, de rétrocessions des frais de gestion perçus par les promoteurs des produits distribués.

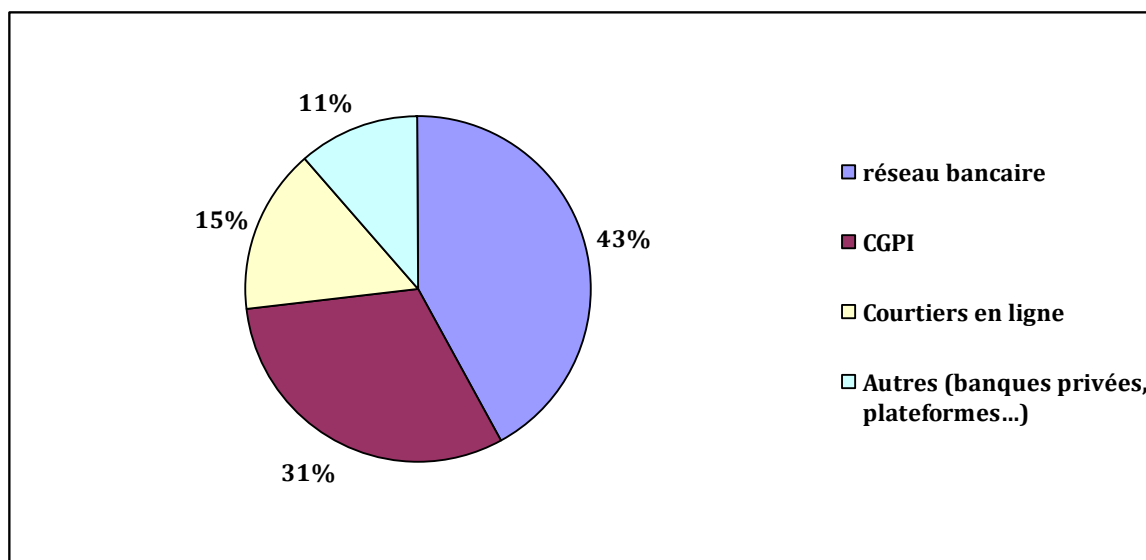
### 1.1. Les FIP, les FCPI et les holdings ISF PME sont majoritairement distribués par les réseaux bancaires

Deux modèles de distribution coexistent, les réseaux des banques et des assurances ainsi que les conseillers en gestion de patrimoine indépendants (CGPI). Il convient également d'ajouter des « plateformes de distribution », qui se sont imposées entre les fonctions de production et celles de distribution des produits financiers.

Concernant les fonds, les graphiques qui suivent indiquent la prédominance des deux réseaux de distribution intégrée et des CGPI (74 % du marché pour les deux réseaux, soit 82 % des montants levés) sur les modèles plus récents de distribution via des plateformes ou des courtiers en ligne.

Cette information n'est pas disponible pour les holdings ISF PME, mais les entretiens menés par la mission amènent à considérer que les modèles de distribution de ces véhicules ne diffèrent pas de ceux des fonds.

**Graphique 1 : Canaux de commercialisation utilisés concernant les FIP, FCPR fiscaux et FCPI générant une réduction d'impôt IRPP ou ISF PME (en nombre de véhicules)**



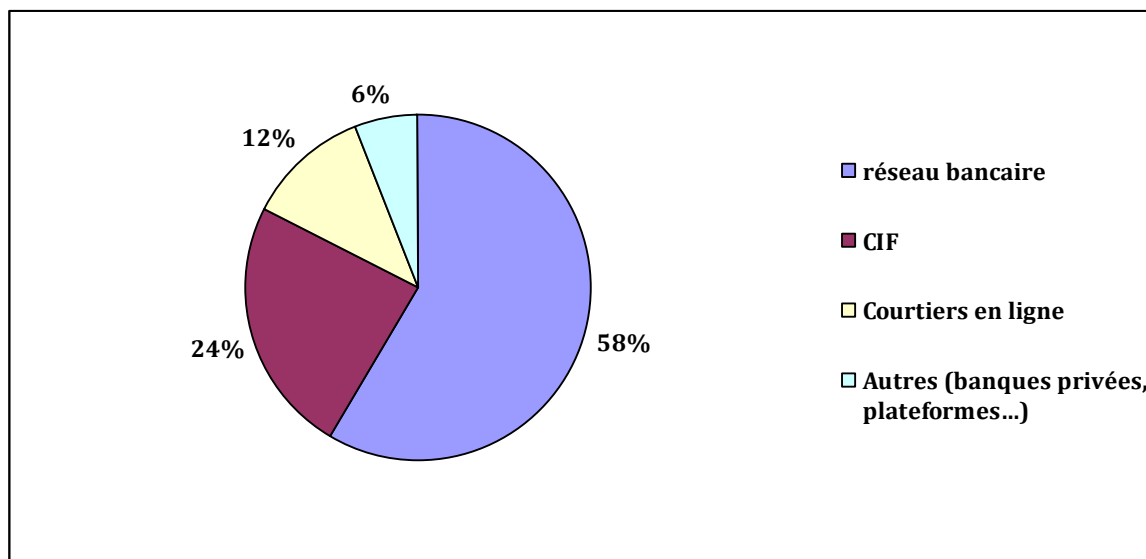
*Source : Étude interne menée en octobre 2009 par l'AFIC auprès de ses adhérents à la demande de la mission – fonds levés en 2008 et au premier semestre 2009.*

<sup>3</sup> Également appelés « droits d'entrée ».



## Annexe VI

**Graphique 2 : Canaux de commercialisation des FIP, FCPR fiscaux et FCPI générant une réduction d'impôt IRPP ou ISF PME (en montants levés)**



*Source : Étude interne menée en octobre 2009 par l'AFIC auprès de ses adhérents à la demande de la mission – fonds levés en 2008 et au premier semestre 2009.*

### **1.1.1. La commercialisation de ces produits financiers s'insère dans le modèle dominant de distribution intégrée**

#### **1.1.1.1. Les FIP et FCPI sont majoritairement distribués par les réseaux bancaires**

En France, comme dans la majorité des pays d'Europe continentale, la commercialisation des produits financiers s'insère principalement dans un schéma global de banque universelle. Dans un même groupe, cohabitent en effet diverses activités financières, telles que la banque de dépôts, la banque privée, les activités de marché, l'assurance, ou bien la gestion d'actifs.

Bien que, à la faveur de la loi de modernisation des activités financière de 1996<sup>4</sup>, les activités de gestion soient largement filialisées, la distribution des produits de la gestion collective se fait le plus souvent *via* le réseau du groupe auquel appartient la société de gestion créatrice du produit. Les grands réseaux de la banque et de l'assurance constituent ainsi des canaux privilégiés pour la distribution des produits et services de la gestion collective.

Des conseillers gèrent le patrimoine de leurs clients et le dirigent vers un contrat en fonction de plusieurs critères tels le type d'investissement, l'investissement initial et l'horizon de placement.

Parmi les avantages de ce modèle, il faut noter que les banques à réseau, qui entretiennent une relation globale et généralement durable avec leurs clients, allant de la tenue de compte aux placements en passant par les crédits, sont naturellement bien placées pour leur proposer des produits adaptés.

<sup>4</sup> Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, modifiée, de modernisation des activités financières.

## Annexe VI

Cependant, selon un rapport de l'AMF de 2005<sup>5</sup>, les réseaux intégrés sont incités, pour une classe d'actifs donnée, à proposer prioritairement - voire exclusivement - leurs produits, générateurs de marges pour leurs filiales de gestion, d'assurance-vie ou pour leurs salles de marché. En pratique, cette tendance est toutefois démentie en ce qui concerne la clientèle très haut de gamme de la banque (ou gestion) privée, qui se voit offrir une gamme plus large de produits de la concurrence.

### *1.1.1.2. Les CGPI constituent le second réseau de distribution de ces produits*

La seconde grande catégorie de distributeurs des produits financiers sont les CGPI, acteurs historiques de la distribution en architecture ouverte (cf. encadré 2 ci-dessous).

Ils exercent une activité transversale de conseil en stratégie et en organisation patrimoniales, ce qui inclut les produits d'investissement mais aussi l'assurance vie, la prévoyance, les comptes à terme, les comptes et livrets d'épargne, voire l'immobilier.

Il ne s'agit pas d'une catégorie juridique mais d'un titre couramment utilisé, qui correspond à des formations universitaires de troisième cycle.

Les CGPI cumulent le plus souvent les statuts de conseiller en investissements financiers (CIF), courtier en assurance, intermédiaire en opérations bancaires (IOB) et le cas échéant une des professions réglementées prévues par la loi n° 70-9 du 2 janvier 1970 réglementant les conditions d'exercice des activités relatives à certaines opérations portant sur les immeubles et les fonds de commerce dite loi Hoguet (agent immobilier ou mandataire en vente de fonds de commerce).

Les CGPI s'adressent principalement à des particuliers aux revenus élevés, parmi lesquels on trouve les redevables de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF).

Ils mettent en concurrence les produits disponibles sur le marché. Producteurs et distributeurs sont alors dans une relation contractuelle de type client-fournisseur, matérialisée par une convention de distribution.

Situées entre les CGPI et les promoteurs de produits financiers, les « plateformes de distribution » jouent un rôle croissant. Les plateformes mettent à disposition des CGPI un ensemble de prestations et de services leur permettant de suivre les avoirs de leurs clients et de se tenir informés des évolutions des OPCVM, et des offres immobilières.

Elles conçoivent également à leur destination des documents référençant les performances des sociétés de gestion, et les caractéristiques des produits, souvent disponibles via un service d'échange internet.

Les CGPI sont la plupart du temps sélectionnés par les plateformes sur entretien commercial, mais également sur la base d'évaluations de leurs connaissances déontologiques et juridiques, afin d'évaluer leur degré de professionnalisme.

Ces plateformes connaissent un véritable essor, puisqu'on en recense aujourd'hui plus d'une vingtaine. Aux côtés de distributeurs comme Théma (groupe AXA), ou Générali Patrimoine, évoluent principalement Sélection R, acteur historique du marché, Cortal Consors et le Centre Français du Patrimoine (lié à la Compagnie 1818).

Les sociétés de gestion s'adressent aux plateformes pour une gamme de services –plus ou moins étoffée- leur permettant d'optimiser leurs relations avec les CGPI, moyennant le plus souvent la rétrocession d'une partie des droits d'entrée et des frais de gestion revenant à la distribution.

---

<sup>5</sup> Source : rapport relatif à la commercialisation des produits financiers de Jacques Delmas-Marsalet de novembre 2005, page 12.

## Annexe VI

Les plateformes sélectionnent les sociétés de gestion de portefeuille désirant adhérer à la plateforme en se basant sur leurs méthodes de travail, la masse des capitaux gérés, ou encore leur processus de gestion.

Il existe enfin d'autres intervenants sur ce marché, également en architecture ouverte, mais moins importants en termes de volume d'affaires, tels les gérants privés ou les banques privées. Les clients les plus fortunés s'adressent par ailleurs à des cabinets, nommés « *Family Office* », qui gèrent le patrimoine d'une ou plusieurs familles.

### Encadré 2 : Qu'est-ce que l'architecture ouverte ?

En architecture ouverte, les distributeurs offrent des produits financiers gérés ou structurés par des tiers et notamment des produits élaborés par les sociétés de gestion des groupes concurrents.

Ainsi, certains producteurs complètent leur offre maison par le recours à des gestions externes (on parle alors de « multi-gestion »).

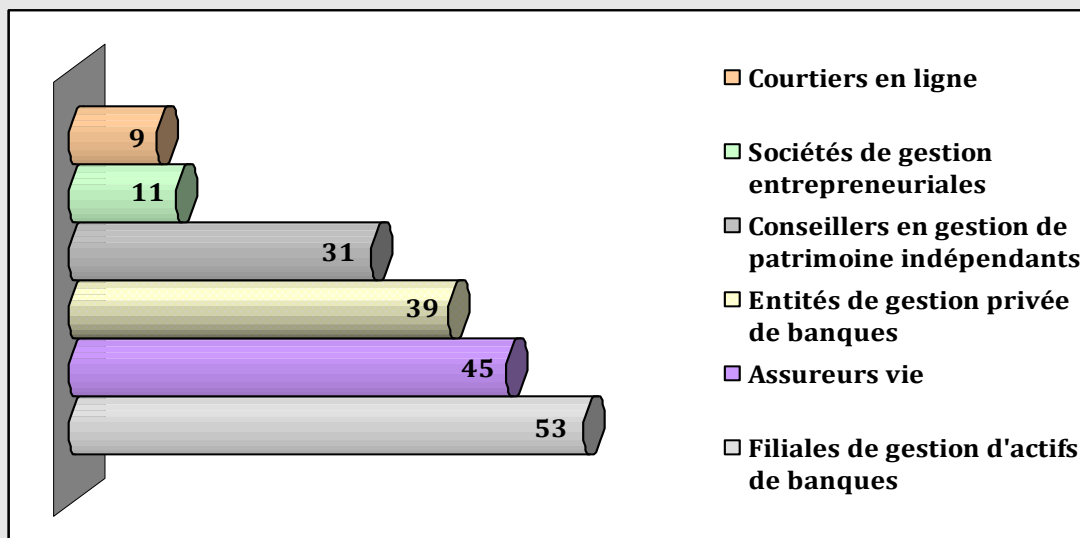
De la même manière, certaines sociétés de gestion proposent à des tiers les produits qui étaient auparavant réservés à leurs seuls clients (on parle alors de « distribution externe »).

La distribution en « architecture ouverte », par des distributeurs distincts des producteurs, présente en théorie un double avantage :

- ◆ le premier, plus particulièrement attaché aux CIF, est de faciliter l'accès à un conseil patrimonial et en allocation d'actifs à la fois global et indépendant ;
- ◆ le second, qui est commun à l'ensemble de ces canaux de distribution distincts des producteurs, est de permettre un choix plus large de produits dans chaque classe d'actifs et d'accroître les chances d'accéder aux produits ayant le meilleur rapport rendement/frais de gestion.

L'architecture ouverte a évolué rapidement en quelques années, passant de 70 milliards d'€ en 2004 à 140 milliards d'€ en 2007. Toutefois, la distribution de produits financiers reste concentrée au sein des réseaux bancaires, pour lesquels la tendance est à l'internalisation, en privilégiant leur propre gestion.

**Graphique 3 : Actifs en architecture ouverte détenus en France en 2007  
(en milliards d'€)**



*Source : Image et Finance, étude architecture ouverte (avril 2007).*

### 1.1.2. Les courtiers en ligne ont créé une concurrence nouvelle

Pour concurrencer les banques, les courtiers en ligne (une trentaine de sites en France en 2006<sup>6</sup>) présentent des tarifs plus faibles et négociables, en matière notamment de droits d'entrée et de garde.

Certains courtiers proposent même depuis 2007 des ventes de produits sans droits d'entrée ni droits de garde, leur rémunération reposant uniquement sur la rétrocession des frais de gestion. Cette absence de droit d'entrée est justifiée par le fait que les courtiers en ligne n'engagent pas de frais de démarchage, et n'assurent aucune prestation de conseil aux profits des souscripteurs, ce qui diminue leurs coûts. En revanche, ils proposent d'autres services (information financière, analyses graphiques, expertises) destinés à compenser l'absence de contact direct avec les clients particuliers.

### 1.2. Les statuts juridiques relatifs à la distribution de ces produits sont multiples

En France, aucun statut juridique particulier n'est attaché à cette fonction, de sorte que les établissements qui commercialisent ces produits financiers ne déchargent pas les sociétés de gestion des responsabilités réglementaires auxquelles elles sont tenues.

Recommander à des particuliers redevables de l'ISF ou de l'IRPP<sup>7</sup> la souscription de parts de FCPR, de FCPI, de FIP ou d'actions de société holding leur offrant une réduction fiscale constitue une recommandation personnalisée soumise<sup>8</sup> :

- ◆ soit au régime du conseil en investissements financiers (CIF) au sens de l'article L. 541-1 du code monétaire et financier ;
- ◆ soit au régime du service de conseil en investissement que seuls des prestataires de services d'investissement (PSI) spécialement agréés peuvent fournir à titre de profession habituelle.

Ces deux statuts, bien que distincts de par leur source et leur champ<sup>9</sup>, ont en commun de permettre de rendre un service de conseil en investissement, c'est-à-dire la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande, soit à l'initiative du PSI ou du CIF, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers.

Quel que soit le régime applicable, cette activité de conseil fait peser sur les professionnels concernés une responsabilité quant à la sélection des investissements, qui ne peut se limiter à la seule constatation que le client est éligible à l'avantage fiscal attendu du produit.

De façon plus générale, le conseiller doit agir au mieux des intérêts de son client et lui recommander les produits les plus adaptés à sa situation, après avoir examiné ses connaissances, son expérience en matière d'investissement, sa situation financière et ses objectifs, y compris fiscaux<sup>10</sup>.

---

<sup>6</sup> Source : étude Xerfi de février 2006 sur le courtage en ligne de produits boursiers et financiers.

<sup>7</sup> Impôt de solidarité sur la fortune (ISF) et impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP).

<sup>8</sup> Cf. Note AMF du 15 avril 2008, intitulée « *La commercialisation des véhicules d'investissement permettant aux particuliers redevables de l'ISF de bénéficier d'une réduction fiscale* ».

<sup>9</sup> Le statut de PSI incluant notamment la possibilité de réaliser l'activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers, réalisée par les sociétés de gestion de portefeuille, ce que ne permet pas le statut de CIF.

<sup>10</sup> Article L. 533-11 du code monétaire et financier (CMF) pour les PSI, article L. 541-4 du même code pour les CIF.

**Encadré 3 : Les prestataires de services d'investissement (PSI)**

Les PSI sont les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement, à savoir :

- ◆ réception transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
- ◆ exécution d'ordres pour le compte de tiers ;
- ◆ négociation pour compte propre ;
- ◆ gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;
- ◆ prise ferme ;
- ◆ placement.

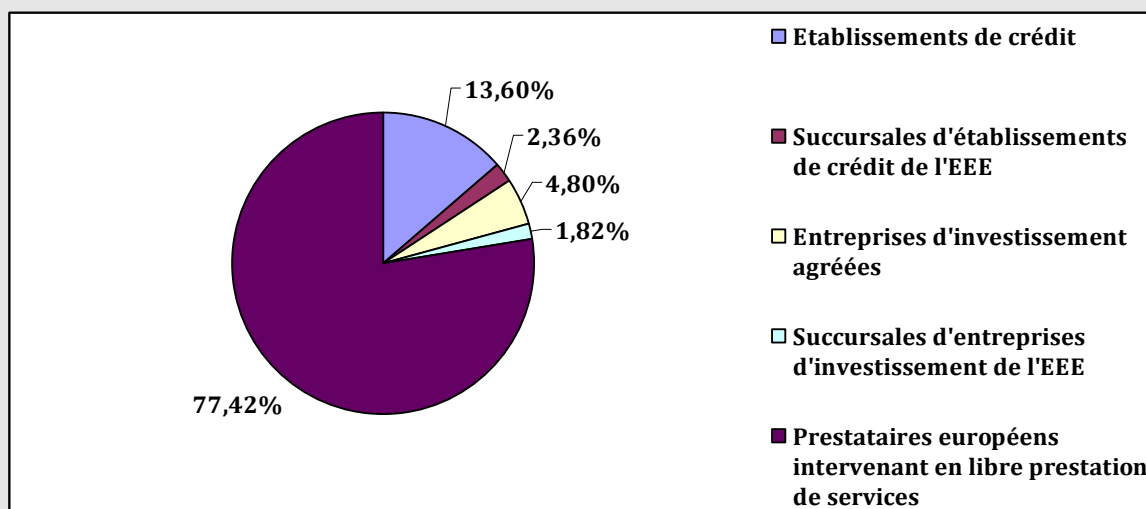
Les deux premiers types de services correspondent en fait à des activités d'intermédiation, puisque le PSI n'est pas partie prenante dans la transaction issue de l'ordre transmis par le client, et se rémunère par des commissions.

L'exercice de chacun de ces services d'investissement requiert un agrément délivré soit par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI), soit par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Les banques, les entreprises d'investissement et les sociétés de gestion de portefeuille pour le compte de tiers entrent aujourd'hui dans la catégorie des prestations de services d'investissement et, à ce titre, sont soumis à un régime homogène.

Au 31 décembre 2007, la liste des prestataires d'investissement comprenait 2 250 prestataires habilités à exercer en France (hors sociétés de gestion), répartis de la manière suivante :

**Graphique 4 : Répartition des prestataires d'investissement habilités à exercer en France au 31 décembre 2007 (hors sociétés de gestion)**



*Source : Rapport annuel CECEI 2007. « EEE » signifie espace économique européen.*

La directive « MIF » (marchés d'instruments financiers) du 21 avril 2004 a conduit à préciser certains éléments relatifs aux conditions de commercialisation des OPCVM, applicables aux PSI. La directive prévoit ainsi l'obligation pour les prestataires de services d'investissement de garantir à leurs clients la transparence de l'information et la meilleure exécution des ordres. Cela concerne le domaine de RTO, mais aussi les ordres de souscription et rachat des parts d'OPCVM. Ainsi, les règles de bonne conduite s'appliquent aux acteurs impliqués dans la commercialisation des OPCVM, notamment :

- ◆ la classification préalable du client (non professionnel, professionnel, contrepartie éligible) ;
- ◆ l'information préalable du client sur les conditions et la nature du placement ;
- ◆ l'évaluation du caractère adapté de l'investissement proposé par rapport au profil de l'investisseur ;
- ◆ l'information précise du souscripteur sur les rémunérations versées ou reçues de tiers en lien avec la fourniture du service d'investissement.

#### Encadré 4 : Les conseillers en investissements financiers (CIF)

Afin d'assurer une meilleure protection des investisseurs, la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 a créé un nouveau statut, celui de conseiller en investissements financiers.

Ainsi, les professionnels qui souhaitent exercer l'activité de conseil en investissement en dehors du statut de PSI peuvent le faire, dès lors qu'ils bénéficient du statut de conseil en investissement financier.

Ce statut concerne toute personne qui fournit des recommandations personnalisées susceptibles de déboucher sur une transaction. Plus précisément, selon la réglementation, les CIF sont les personnes qui, à titre de profession habituelle, fournissent un conseil sur :

- ◆ la réalisation d'opérations sur instruments financiers (achat d'actions, d'obligations, de parts ou d'actions d'OPCVM,...) ;
- ◆ la réalisation d'opérations de banque (opérations de crédits, ...) ;
- ◆ la fourniture de services d'investissement (par exemple, conseil sur l'opportunité de faire appel à une société de gestion de portefeuille) ;
- ◆ ou la réalisation d'opérations sur biens divers.

Les CIF peuvent également fournir, à titre accessoire et à la demande de leurs clients, un service de réception-transmission d'ordres sur parts ou actions d'organismes de placement collectif ou exercer d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine.

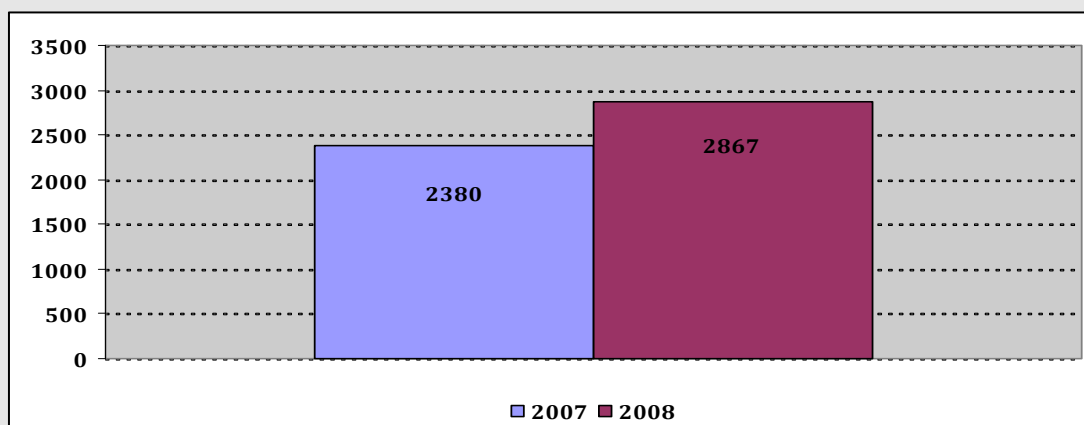
En pratique, les CIF peuvent être regroupés en deux grandes catégories :

- ◆ les conseillers en opérations de haut de bilan, de fusions-acquisitions et de valorisation d'entreprises ;
- ◆ les conseillers en placements financiers et en gestion de patrimoine.

Les CIF sont contrôlés à la fois par les associations professionnelles auprès desquelles ils sont enregistrés, et par l'AMF qui peut les sanctionner en cas de manquement aux dispositions légales, et à leurs obligations professionnelles.

Au total, le statut de CIF couvrait plus de 2 800 personnes morales à fin 2008.

Graphique 5 : Évolution du nombre de CIF



Source : AMF.

### 1.3. La formalisation des conventions de distribution est devenue obligatoire, mais ne porte pas sur la rémunération des distributeurs

Les conventions de distribution visent à formaliser les relations entre les sociétés de gestion et les distributeurs.

## Annexe VI

Elles peuvent notamment prévoir les modalités de calcul de la rémunération des intermédiaires de distribution<sup>11</sup>, les modalités de facturation<sup>12</sup> et de paiement<sup>13</sup>, de même que les modalités de distribution autorisées<sup>14</sup>.

La validation par le producteur des documents commerciaux entraîne naturellement la responsabilité de celui-ci (partagée avec le distributeur) sur le contenu de ces documents.

Depuis l'ordonnance n° 2008-1271 du 5 décembre 2008<sup>15</sup>, la formalisation de conventions entre producteurs et distributeurs est obligatoire en matière d'information et de communications promotionnelles relatives aux produits financiers.

Cette obligation de convention ne s'étend donc en rien aux frais de distribution, et n'impose aucune obligation en termes de transparence ou de comparabilité de ces frais pour les particuliers investisseurs.

En effet, cette convention ne porte que sur l'obligation de soumettre aux producteurs de produits financiers les communications à caractère promotionnel, conçues ou non par eux, et adressées aux clients. Elle détermine ainsi les modalités de cet examen, qui est destiné à assurer la conformité de la communication commerciale des distributeurs aux documents d'information du public émis par les producteurs. La convention doit également prévoir, dans le cas où le producteur ne conçoit pas la communication à caractère promotionnel, que le distributeur lui soumette cette communication.

Cette convention doit enfin stipuler les conditions dans lesquelles le producteur met à disposition des distributeurs les informations nécessaires à la bonne compréhension de l'économie des instruments financiers.

### 1.4. Les règles de démarchage diffèrent en fonction du type de produit

#### 1.4.1. Les parts des FIP et FCPI peuvent faire l'objet d'un démarchage<sup>16</sup>

Une instruction de l'AMF en date du 15 avril 2008 précise que « *constitue un acte de démarchage<sup>17</sup> toute prise de contact non sollicitée, par quelque moyen que ce soit, avec une personne physique ou une personne morale déterminée, en vue d'obtenir de sa part, un accord sur une opération sur un instrument financier. Ainsi, constituent des actes de démarchage : l'envoi de courriers ou de messages électroniques non sollicités, la sollicitation par téléphone, et, selon les circonstances, la connexion à un site Internet offrant d'investir dans de tels produits financiers* ».

---

<sup>11</sup> Assiette, taux, seuil, frais et taxes, devise et référentiel de taux de change.

<sup>12</sup> Périodicité, délais, justificatifs, processus.

<sup>13</sup> Mode, devise, délais et pénalités encourues.

<sup>14</sup> Telles que le recours à un réseau d'agences bancaires, à des CGP, à des outils télématiques, à des plateformes...

<sup>15</sup> Les dispositions nouvelles qu'elle développe sont prises en application de l'article 152 de la loi de modernisation de l'économie (LME) n° 2008-776 du 4 août 2008, destinée à renforcer la protection des investisseurs, des épargnants et des assurés en matière de commercialisation d'instruments financiers.

<sup>16</sup> Article 1er de la loi n°85-695 du 11 juillet 1985.

<sup>17</sup> Article L.341-1 du code monétaire et financier.

**1.4.2. Parmi les holdings, seules celles qui font offre au public de titres financiers<sup>18</sup> peuvent faire l'objet d'un démarchage**

Il est interdit de procéder à des opérations de démarchage financier en vue de faire souscrire ou acquérir des instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé ou n'ayant pas fait l'objet d'un appel public à l'épargne<sup>19</sup>.

C'est en particulier le cas des sociétés holdings constituées afin de bénéficier du régime ISF qui n'ont pas fait le choix de faire offre au public de titres financiers.

Les actions de holdings peuvent en revanche être proposées aux clients qui bénéficient d'un service de conseil en investissement, soit auprès d'un PSI, soit auprès d'un CIF.

---

<sup>18</sup> Depuis l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009, la notion d'appel public à l'épargne a disparu au profit de l'appellation européenne « Offre au Public de Titres Financiers », en vue de faire correspondre fidèlement le droit français à la définition correspondante de l'offre au public retenue dans la directive européenne 2003/71/CE dite « Prospectus ». La nouvelle définition ne modifie pas le type d'opérations d'offre au public issu de la définition en droit français de l'appel public à l'épargne. Cependant, conformément à la directive précitée, il est précisé que l'offre au public porte sur les titres financiers et non plus sur les instruments financiers, ces derniers ne pouvant faire l'objet à proprement parler d'une offre au public puisqu'ils ne font pas l'objet d'une émission. Cette nouvelle définition est plus lisible, en particulier pour les acteurs internationaux qui sont soumis au droit français lorsqu'ils choisissent de réaliser leurs opérations de financement sur la place financière française. Elle a aussi l'avantage d'être commune aux principaux Etats membres de l'Union européenne, ce qui permet aux acteurs de marché de fonder leur action sur une interprétation de l'offre au public commune à l'ensemble de l'Union européenne (Source : Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009).

<sup>19</sup> Article L. 341-10 du code monétaire et financier.



## **2. Les intermédiaires de la distribution sont rémunérés par des droits d'entrée et des rétrocessions annuelles sur frais de gestion**

### **2.1. Comme pour l'ensemble des produits financiers, la rémunération des distributeurs est constituée de la perception des frais de souscription, ainsi que de la rétrocession d'une partie des frais récurrents de gestion**

#### **2.1.1. Les distributeurs bénéficient de la rétrocession des droits d'entrée ...**

Perçus en une seule fois, les frais de souscription, autrement appelés « droits d'entrée », sont exprimés en pourcentage du montant de l'opération.

Les droits d'entrée se décomposent généralement en deux parties :

- ◆ l'une (les « droits acquis ») revient directement au fonds, et sert à couvrir les frais liés aux opérations d'investissement réalisées par le gérant suite aux souscriptions enregistrées par le fonds ; ces frais viennent donc s'ajouter à la valeur liquidative des fonds<sup>20</sup> ;
- ◆ l'autre (les « droits non acquis ») fait l'objet d'un reversement à des tiers, et est destinée à rémunérer les divers intermédiaires, essentiellement le ou les distributeurs.

Ces frais peuvent être dégressifs et négociés au moment de la souscription.

#### **2.1.2. ...et de la rétrocession annuelle d'une partie des frais de gestion**

Le contrat de commercialisation prévoit le plus souvent une rétrocession d'un pourcentage des frais de gestion perçus cette fois-ci annuellement par le fonds ou la holding ISF PME, eux-mêmes calculés en pourcentage du prix de souscription, de l'actif en prix de revient net des désinvestissements, ou encore en pourcentage des frais investis lors de l'acquisition des parts.

Avec l'instruction AMF du 4 juin 2009<sup>21</sup>, les frais de gestion seront calculés, et rétrocedés, sur la base du montant des souscriptions.

---

<sup>20</sup> Les « frais de rachat » fonctionnent selon les mêmes principes, mais de manière inverse aux frais d'entrée. Ils viennent donc en déduction de la valeur liquidative.

<sup>21</sup> Instruction AMF n°2009-05 du 4 juin 2009, relative au prospectus complet de Fonds Communs de Placement à Risques Agréés.

## **2.2. Les règles de transparence et d'encadrement des rétrocessions des frais de gestion récurrents ont été précisées**

### **2.2.1. Les principes applicables aux prestataires de service d'investissement sont issus de la directive MIF<sup>22</sup>**

En ce qui concerne la rémunération des distributeurs d'instruments financiers, il résulte des dispositions de la directive MIF que pour être autorisées, les rétrocessions de commissions de gestion récurrentes versées par les producteurs aux distributeurs doivent remplir trois conditions :

- ◆ la commission (ou l'avantage non monétaire) consentie par le producteur doit être destinée à améliorer la qualité du service rendu au client ;
- ◆ la rétrocession ne doit pas placer le distributeur en conflit d'intérêt avec le client ;
- ◆ le client doit être informé de l'existence et du montant de la rétrocession (principe de transparence).

La directive prévoit que cette information doit être communiquée de manière complète, exacte et compréhensible avant que le service d'investissement ou le service connexe concerné ne soit fourni.

Elle ouvre cependant la possibilité pour le prestataire de services d'investissement de ne divulguer que les conditions principales des accords en matière de rémunérations, de commissions et d'avantages non monétaires, sous une forme résumée.

Dans ce cas, le client peut demander au distributeur avec lequel il a contracté des précisions supplémentaires sur la nature et le montant de ces rétrocessions.

### **2.2.2. Les règles imposées aux conseillers en investissement financier sont proches de celles des PSI**

Le CIF peut être rémunéré directement par son client (par voie d'honoraires) et/ou percevoir des rétrocessions de la part des établissements producteurs et/ou promoteurs de produits qu'il parvient à placer à l'issue de sa prestation de conseil<sup>23</sup>.

Ne sont cependant autorisées que les rétrocessions qui répondent aux conditions suivantes :

- le client est clairement informé de l'existence, de la nature et du montant de la rétrocession, ou lorsque ce montant ne peut être établi, de son mode de calcul. Cette information est fournie de manière complète, exacte et compréhensible avant que la prestation de conseil ne soit fournie. Le CIF peut divulguer les conditions principales des accords en matière de rémunérations, de commissions et d'avantages non monétaires sous une forme résumée, sous réserve qu'il s'engage à fournir des précisions supplémentaires à la demande du client et qu'il respecte cet engagement ;
- le paiement de la rétrocession a pour objet d'améliorer la qualité de la prestation de conseil fournie au client et ne doit pas nuire au respect de l'obligation du CIF d'agir au mieux des intérêts du client.<sup>24</sup>

---

<sup>22</sup>Article 26 de la directive d'application MIF transposé à l'article 314-76 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour les PSI, à l'article 325-6 pour les CIF.

<sup>23</sup> Article 325-6 du Règlement général de l'AMF.

<sup>24</sup> Cette disposition (« inducements ») est une extension aux CIF de l'article 314-76 du RGAMF, issu de la directive de transposition de la MIF, et applicable à tous les PSI.

### 2.2.3. Concernant la distribution des sociétés holdings, la perception de rétrocessions nécessite l'intervention d'un intermédiaire supplémentaire

Lors de la commercialisation d'actions de holdings ISF, le distributeur peut être amené à fournir plusieurs services d'investissement :

- à l'investisseur, il fournit des services de conseil, de RTO, et d'exécution.
- à l'émetteur, il fournit un service de placement non garanti<sup>25</sup>. Ce service étant rendu à l'émetteur, il implique une rémunération du distributeur par l'émetteur, par tous moyens<sup>26</sup>.

Or, seuls les PSI agréés pour fournir un service de placement non garanti peuvent être rémunérés pour placer des actions de holdings ISF, ce qui exclut a priori du marché tous les distributeurs ne disposant pas de ce statut.

Une exception permet cependant aux démarcheurs bancaires ou financiers<sup>27</sup> (qu'ils soient par ailleurs CIF ou non étant indifférent) de percevoir une rémunération de la part d'un émetteur ayant le statut de PSI agréé pour faire du placement, à la condition que celui-ci les ait expressément mandatés afin de commercialiser les actions de holdings ISF PME.

Selon l'AMF, les holdings ISF doivent s'assurer qu'un PSI agréé pour fournir le service de placement intervient dans la chaîne des distributeurs d'actions de holdings ISF<sup>28</sup>.

En pratique, cette rémunération est constituée par la rétrocession des frais de gestion de la holding ISF PME, le PSI interposé en conservant une partie pour son propre compte.

Selon l'AMF, l'introduction d'un PSI agréé dans la chaîne de commercialisation des actions de holdings ISF, permet également à un investisseur victime de mauvaise commercialisation de trouver un potentiel responsable ayant une surface financière plus importante que le démarcheur qui lui a proposé de souscrire les actions.

Dans ce schéma, les distributeurs d'actions de holdings ISF PME ne sont apparemment pas tenus aux obligations de transparence applicables aux CIF et aux PSI (s'ils n'ont pas ce statut), notamment pour les rétrocessions des frais de gestion et des droits d'entrée qui leurs sont accordées.

L'AMF estime cependant sur ce point que, lorsqu'un démarcheur bancaire ou financier est amené à fournir un service d'investissement en vertu de l'article L. 531-2 2° h) du code monétaire et financier, ce démarcheur doit respecter les règles de bonne conduite qui se seraient appliquées au PSI mandant s'il avait fourni le service d'investissement lui-même, et donc les règles de transparence visées ci-dessus<sup>29</sup>.

Ce mécanisme d'interposition est exposé dans le schéma de l'Encadré 5 ci-dessous.

---

<sup>25</sup> Défini par l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier comme « le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition »

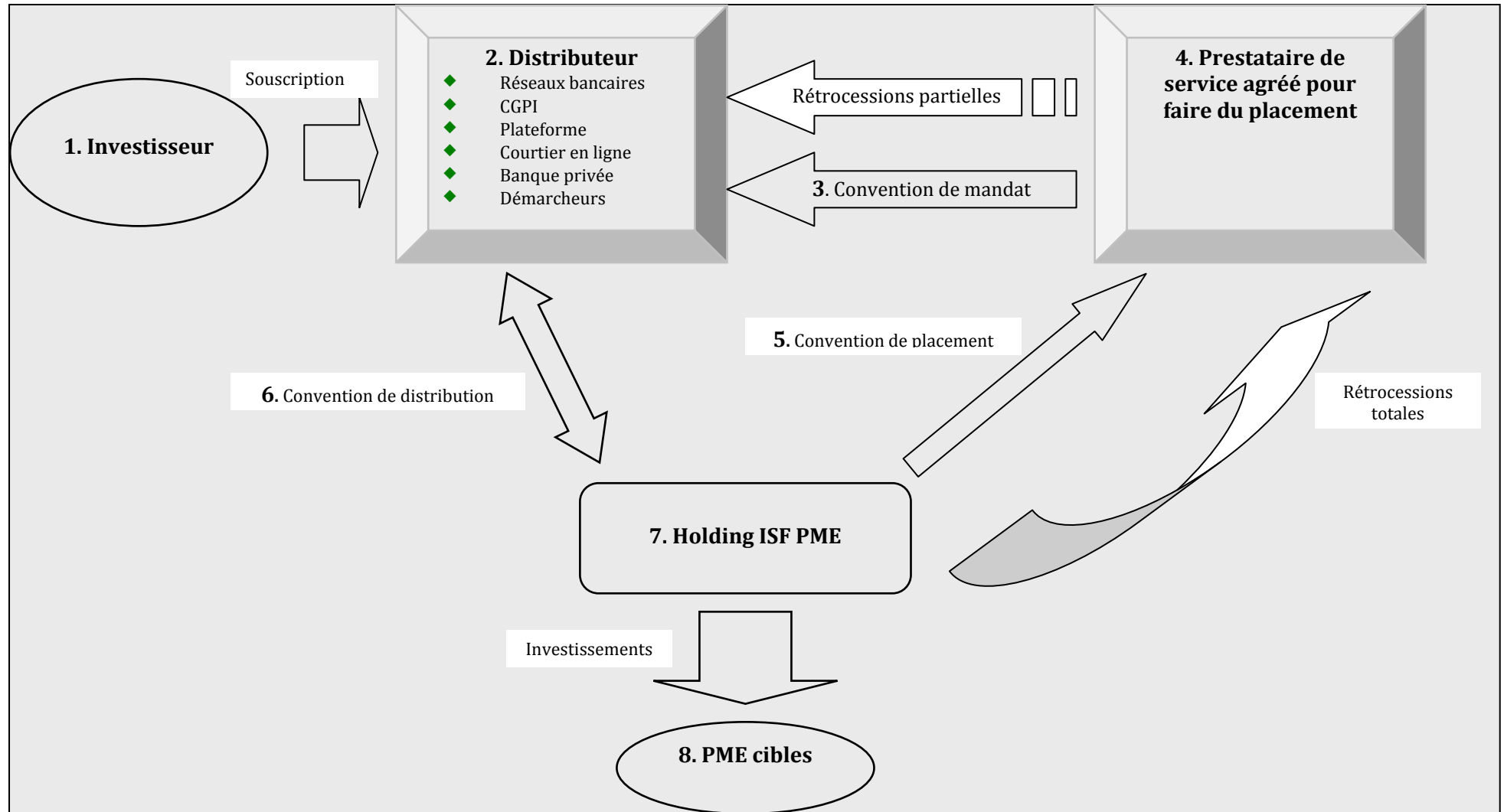
<sup>26</sup> L'AMF utilise d'ailleurs ce critère pour déterminer si, à l'occasion de la fourniture d'un des services d'investissement susmentionnés à l'investisseur, le distributeur n'a pas également fourni un service à l'émetteur.

<sup>27</sup> Qui bénéficient de l'exception prévue à l'article L. 531-2 h) du Code monétaire et financier.

<sup>28</sup> Cette démarche est exposée par l'AMF à chacune des holdings ISF PME qui souhaitent faire appel public à l'épargne. Elle n'a fait l'objet d'aucune publication officielle, et n'est reprise dans aucune instruction de l'AMF.

<sup>29</sup> Cette interprétation n'a, à ce jour, fait l'objet d'aucune prise de position expresse de la part de l'AMF.

Encadré 5 : Mécanisme d'interposition d'un PSI dans la commercialisation des holdings ISF PME



Source : Mission.

### 3. Les niveaux des frais de distribution sont élevés et ne paraissent pas toujours justifiés

Sur une durée de détention de huit ans, la mission a mis en évidence que le distributeur prélève environ 35 %<sup>30</sup> au total des frais globaux facturés (cf. annexe V sur le niveau des frais de gestion).

Les rétrocessions récurrentes sur frais de gestion, qui se situent annuellement entre 1 % et 1,5 % de la valeur de l'encours, représentent ainsi, sur la durée de vie du produit, entre 7,5 % et 15 % de l'investissement réalisé par le client, alors que les prestations rendues postérieurement à l'acte de vente du produit sont quasi-inexistantes pour ces produits.

#### 3.1. Les niveaux globaux de frais liés à la distribution sont élevés et en croissance

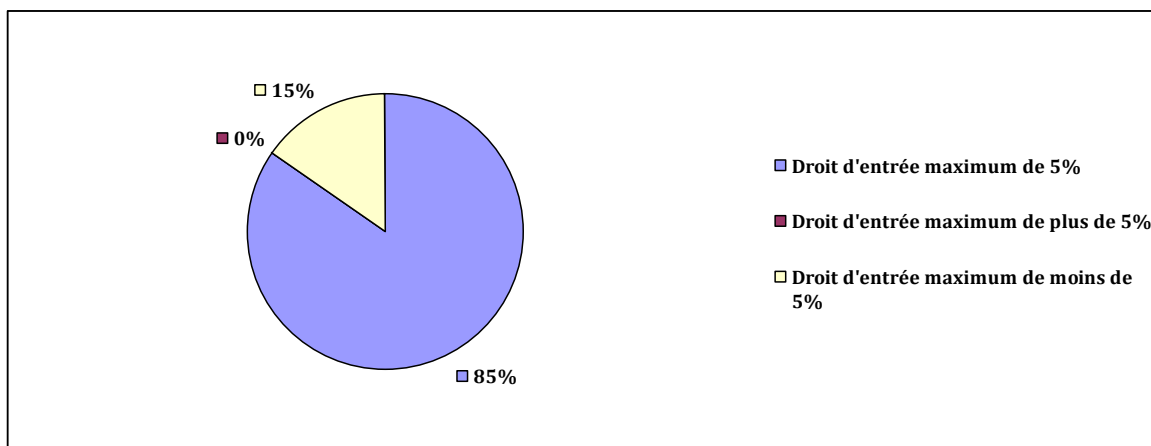
##### 3.1.1. Les droits d'entrée sont en légère décroissance depuis quelques années

###### 3.1.1.1. Niveau et évolution des droits d'entrée réclamés par les fonds et les holdings ISF PME

La mission a analysé le plafond de droit d'entrée de 25 FCPI ou FIP<sup>31</sup>, et de celui de 12 holdings ISF PME<sup>32</sup>.

Pour plus de 80 % des fonds examinés, le plafond des frais de souscription se situe à 5 % du montant des souscriptions. Le taux le plus faible observé est de 2,5 %, le plus élevé de 5 %.

Graphique 6 : Droits d'entrée maximum de 25 FIP et FCPI



Source : Mission.

<sup>30</sup> Il est précisé que ces 35 % de frais de gestion visent un périmètre plus large que celui des frais récurrents visés dans la présente annexe VI, la mission ayant choisi de retenir le périmètre le plus large dans le décompte des frais, tel qu'il est effectué dans l'annexe V. Ainsi, au-delà des frais de gestion récurrents, ont été ajoutés les frais non récurrents comme les frais d'entrée, de constitution et les frais de sortie ou de rachat.

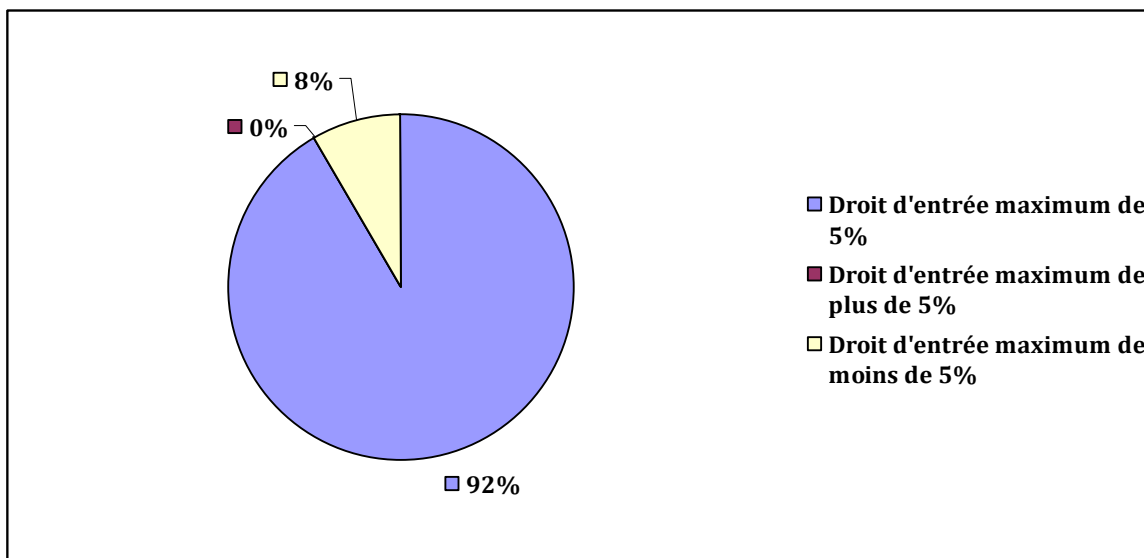
<sup>31</sup> A partir des notices déposées auprès de l'AMF en 2008 et 2009.

<sup>32</sup> Les responsables ont été rencontrés ou contactés par téléphone.

## Annexe VI

S'agissant des douze holdings ISF PME étudiées, les plafonds de droits d'entrée indiqués se situent entre 4 % et 5 %, soit à un niveau comparable à celui pratiqué par les FIP et FCPI.

**Graphique 7 : Droits d'entrée maximum de douze holdings ISF PME**



*Source : Mission.*

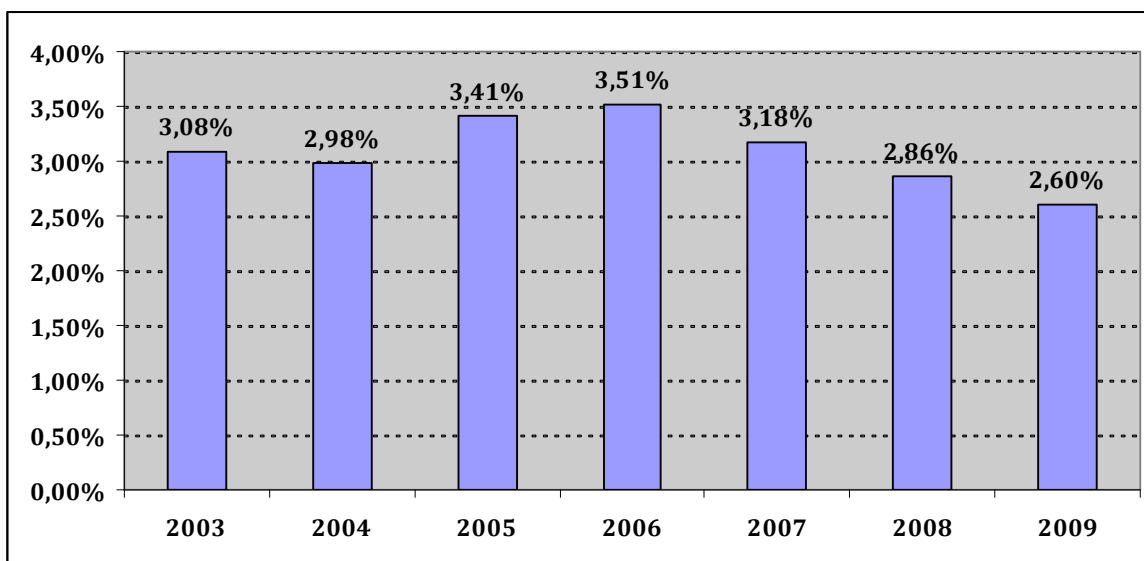
Cependant, ces frais sont négociables car ils font partie des instruments commerciaux dont disposent les réseaux de distribution pour attirer ou fidéliser leur clientèle. Ils font à ce titre couramment l'objet de négociations entre le distributeur et son client. D'après les entretiens conduits par la mission, le niveau moyen de droits d'entrée se situerait entre 2,5 % et 3 %<sup>33</sup>.

Ce niveau est confirmé par l'analyse des droits d'entrée effectivement prélevés par une importante plateforme de distribution du secteur. Ces droits d'entrée ont ainsi connu une baisse régulière depuis 2006, passant de 3,51 % à 2,60 % sur le premier semestre de l'année 2009.

<sup>33</sup> Une étude « Lipper » de novembre 2006, intitulée « *The Evolving Industry* », situait le niveau moyen des droits d'entrée en France à 3 %. Une étude interne menée par l'AFIC au cours de la mission auprès de ses adhérents fait ressortir un niveau également comparable.

## Annexe VI

**Graphique 8 : Moyenne annuelle des droits d'entrée observés pour les FIP et FCPI commercialisés par une plateforme de distribution<sup>34</sup>**



*Source : Mission.*

Cette évolution à la baisse résulte principalement d'une concurrence accrue sur ce type de frais, certains courtiers en ligne mettant en avant l'absence de droits d'entrée depuis 2006.

**Tableau 1 : Niveau des droits d'entrée pratiqués par deux courtiers en ligne (C/L)**

Niveau des droits d'entrée pratiqués par deux courtiers en ligne	
C/L 1	0 % depuis 2006, mais commission de référencement
C/L 2	1 %

*Source : Mission.*

La plupart des fonds et des holdings n'indiquent pas dans la notice d'information ou le prospectus la part du droit d'entrée qui est rétrocédée au réseau de distribution.

Afin de déterminer la part de ces droits rétrocédée aux distributeurs, la mission a rencontré ou contacté les responsables de douze holdings ISF et de onze sociétés de gestion de FIP ou FCPI, parmi lesquelles trois sociétés de gestion filiales d'un groupe bancaire ou d'assurance.

Concernant les FIP et FCPI, les droits d'entrée sont, dans la majorité des situations rencontrées, intégralement rétrocédés au distributeur<sup>35</sup>.

Le Tableau 2 ci-dessous fait ressortir l'absence de différence majeure sur ce point, quel que soit le circuit de distribution adopté, à l'exception des fonds 8 et 11, pour lesquels un niveau de rétrocession supérieur a pu être souligné au profit des réseaux, ces écarts de taux de rétrocession pouvant s'expliquer par un volume de vente supérieur pour ce canal de distribution.

Concernant les holdings, elles rétrocèdent en moyenne aux distributeurs 87,7 % des droits d'entrée perçus, l'une d'entre elles conservant cependant jusqu'à 50 % du montant des droits d'entrée.

<sup>34</sup> Sur un semestre pour l'année 2009.

<sup>35</sup> Une étude interne menée par l'AFIC auprès de ses adhérents au cours de la mission fait ressortir un niveau également comparable, 90,43 % des droits d'entrée étant rétrocédés au distributeur pour au moins 80 % de leur montant.

## Annexe VI

**Tableau 2 : Niveau des droits d'entrée rétrocédés au distributeur**

	Droit d'entrée maximum prélevé	Réseaux	CGPI
<b>Holdings</b>			
Holding 1	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Holding 2	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Holding 3	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Holding 4	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Holding 5	5,00 %	4,00 %	4,00 %
Holding 6	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Holding 7	5,00 %	4,00 %	-
Holding 8	5,00 %	3,50 %	3,50 %
Holding 9	5,00 %	2,50 %	2,50 %
Holding 10	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Holding 11	5,00 %	3,00 %	3,00 %
Holding 12	5,00 %	5,00 %	5,00 %
<b>FIP ou FCPI (F/F)</b>			
F/F 1	5,00 %	entre 3,50 et 4,00 %, sur 5,00 %	entre 3,50 et 4,00 %, sur 5,00 %
F/F 2	5,00 %	5,00 %	5,00 %
F/F 3	5,00 %	5,00 %	-
F/F 4	5,00 %	5,00 %	-
F/F 5	5,00 %	5,00 %	-
F/F 6	5,00 %	5,00 %	5,00 %
F/F 7	5,00 %		
F/F 8	4,50 %	4,50 % sur 5,00 %	4,00 % sur 5,00 %
F/F 9	5,00 %	entre 4,00 % et 4,50 %, sur 5,00 %	entre 4,00 % et 4,50 %, sur 5,00 %
F/F 10	5,00 %	5,00 %	-
F/F 11	5,00 %	4,70 % sur 5,00 %	4,50 % sur 5,00 %

*Source : Mission.*

Par ailleurs, il peut arriver qu'une partie de ces droits d'entrée soit conservée par les plateformes de distribution. Les plateformes de distribution rencontrées par la mission conservent ainsi au minimum 10 % (soit 0,5 % du montant des souscriptions), au maximum 25 %, des droits.

Enfin, une pratique de facturation de frais de référencement, comparable à celle appliquée dans la grande distribution, a pu être constatée. Les sociétés de gestion sont ainsi parfois amenées à payer des frais complémentaires pour obtenir l'inscription de leur produit sur le catalogue du courtier en ligne ou de la plateforme qui les commercialise. Plus fréquentes encore, sont les facturations de prestations au titre de l'accompagnement à la présentation du produit, ou d'actions promotionnelles.

Selon les acteurs du marché rencontrés, cette pratique reste toutefois marginale en termes de fréquence et en montant, les facturations identifiées étant comprises annuellement entre 10 000 € et 100 000 €, soit au maximum 0,5 % des levées moyennes d'un FIP, 0,6 % des levées moyennes d'un FCPI<sup>36</sup>.

<sup>36</sup> Selon une étude de l'AFIC intitulée « Levées de capitaux par les FCPI et FIP créés en 2008 », un FIP a levé en 2008 en moyenne 21,1 M€, un FCPI 15,2 M€.



**3.1.1.2. La distribution des actions de holdings ISF PME génère un coût supplémentaire dans la chaîne de commercialisation, en raison du recours à un PSI interposé**

Comme cela a été précisé précédemment, seuls les PSI agréés pour fournir un service de placement non garanti peuvent être rémunérés pour placer des actions de holdings ISF PME.

Or, le PSI interposé entre la holding et le distributeur conserve 0,75 % à 2 % du montant des souscriptions versées à l'entrée pour son propre compte, et reverse le solde au distributeur du produit (soit entre 3 et 4 % de ce même montant).

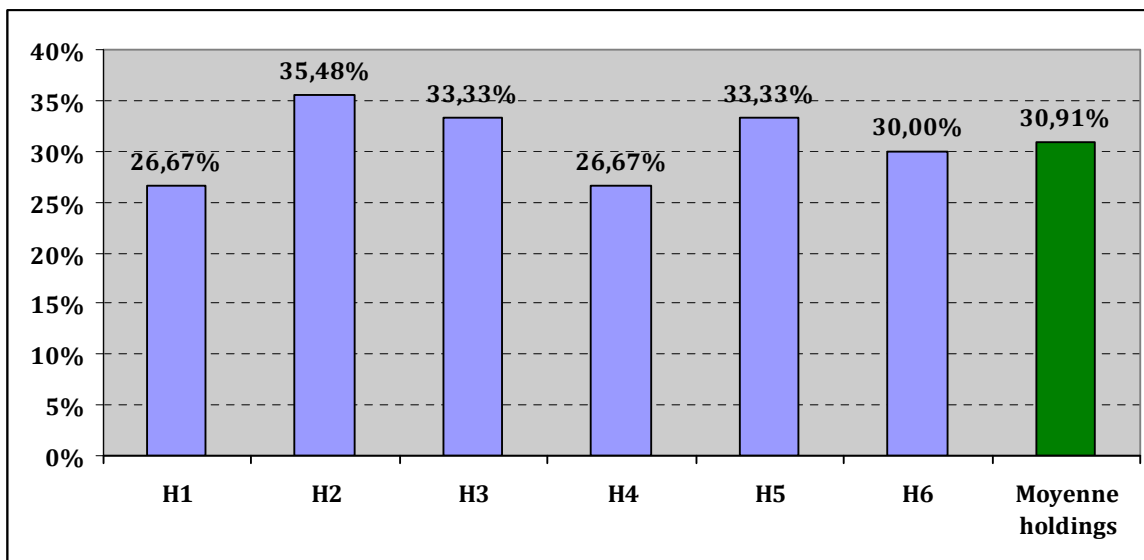
**3.1.2. En revanche, le niveau des frais de gestion récurrents rétrocédés aux acteurs de la distribution est élevé et en augmentation continue**

L'examen des taux de rétrocession à la distribution des frais de gestion prélevés par les holdings ISF PME, et par les sociétés de gestion de FIP et FCPI rencontrées ou contactées par la mission, a permis de déterminer que le niveau de rétrocession moyen se situait actuellement autour de 30 % des frais de gestion.

Sur les douze holdings rencontrées ou contactées par la mission, seules sept rétrocédaient une part des frais de gestion aux distributeurs, cinq d'entre elles ayant réussi à commercialiser leurs produits en limitant cette rémunération aux droits d'entrée.

Pour celles qui rétrocédaient annuellement des frais de gestion au distributeur du produit, la proportion de cette rétrocession se situait en moyenne à 30,9 %, soit en moyenne une part du taux de frais de gestion rétrocédé de 1,07 %<sup>37</sup>. Aucun écart n'a été constaté entre les deux types de réseaux de distribution.

**Graphique 9 : Proportion des frais de gestion récurrents rétrocédés aux distributeurs de holdings ISF PME en 2009**

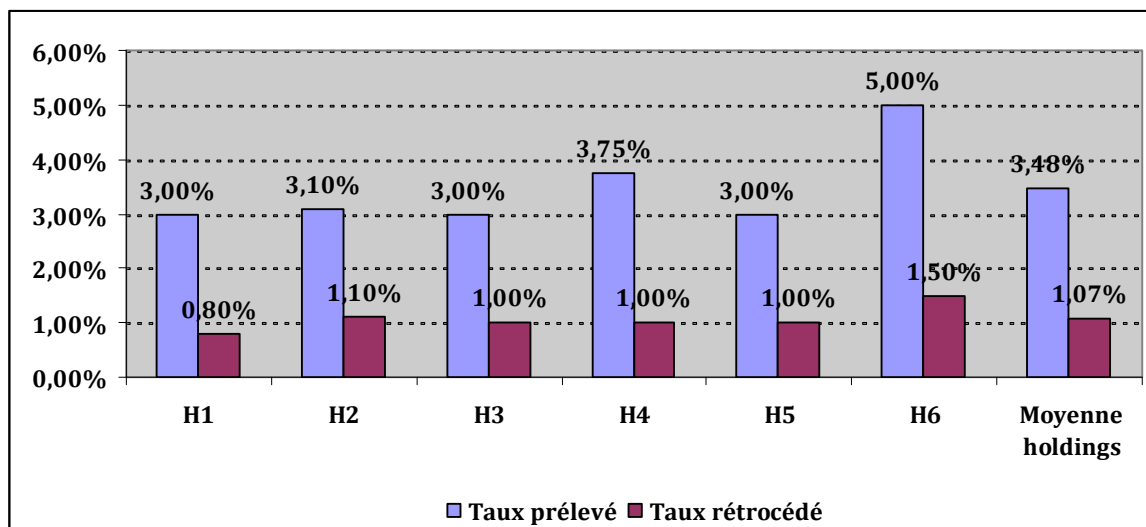


Source : Mission.

<sup>37</sup> L'une des douze holdings ISF PME contacté a confirmé rétrocéder annuellement une part de ses frais de gestion, mais n'a pas souhaité en fournir le taux exact.

## Annexe VI

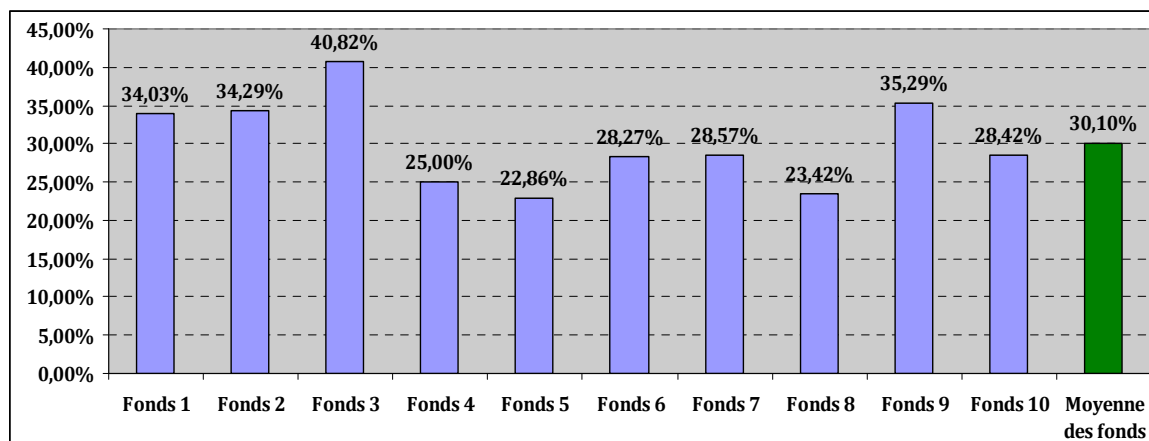
**Graphique 10 : Part du taux de frais de gestion récurrents rétrocedée aux distributeurs de holdings ISF PME en 2009**



Source : Mission.

Pour les fonds rencontrés, la rétrocession annuelle des frais de gestion au distributeur du produit se situait en moyenne à 30,1 %, soit un taux de rétrocession moyen de 1,1 %<sup>38</sup>.

**Graphique 11 : Proportion des frais de gestion rétrocedés aux distributeurs de FIP et FCPI en 2009<sup>39</sup>**



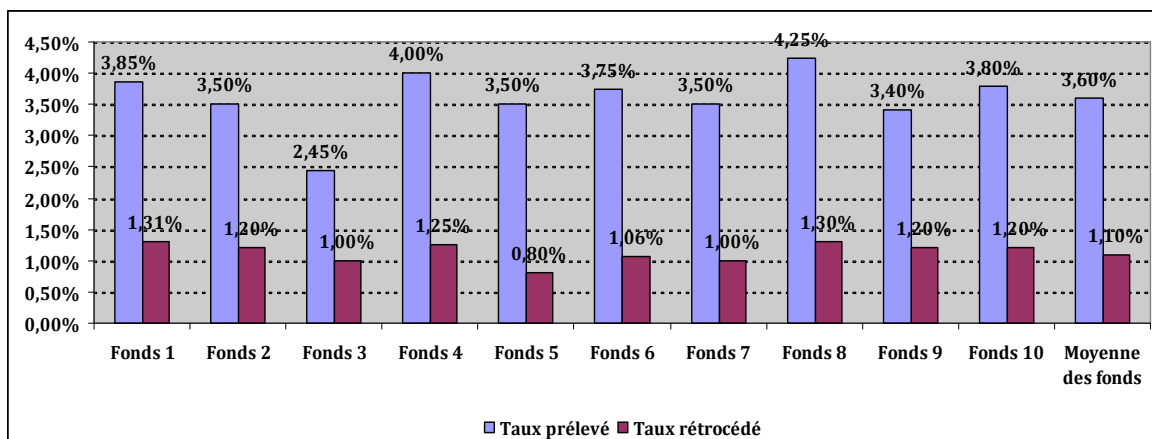
Source : Mission.

<sup>38</sup>Une étude interne menée par l'AFIC auprès de ses adhérents au cours de la mission fait ressortir un niveau de rétrocessions sur frais de gestion légèrement supérieurs, essentiellement situés entre 1 et 1,5 % par an. Cet écart s'explique par la présence d'un niveau particulièrement bas, au regard des normes habituelles de marché, pour un des fonds rencontrés (le fonds 4 dans le Graphique 11 ci-dessous) par la mission.

<sup>39</sup> Un des fonds rencontrés, produit et distribué par le même réseau bancaire, a été écarté dans le cadre de cette étude, ses pratiques de rétrocession différant trop nettement de celles relevées habituellement, afin de ne pas altérer la représentativité du panel étudié.

## Annexe VI

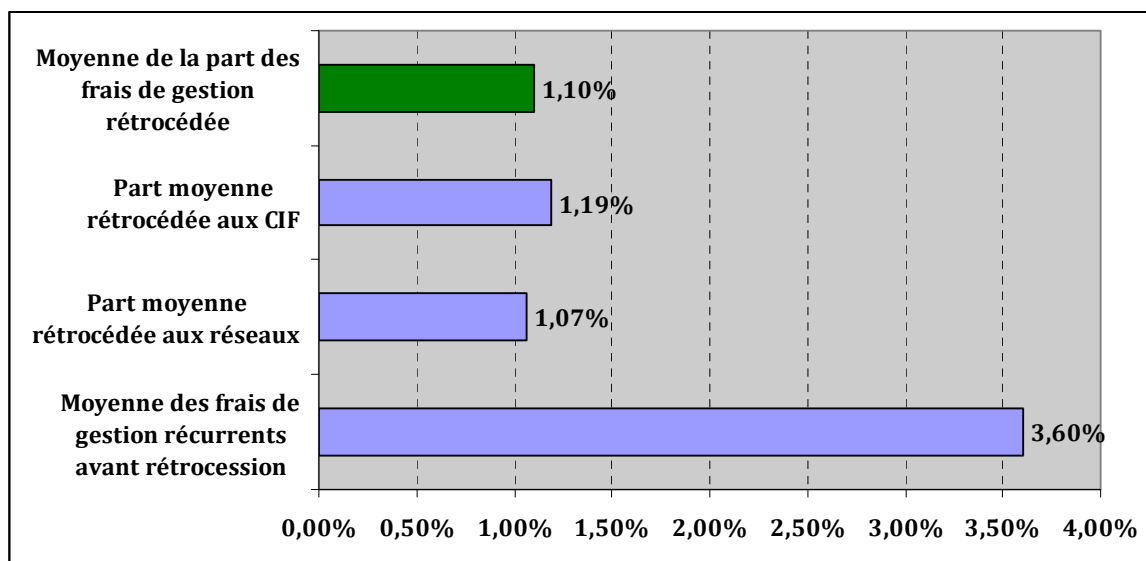
**Graphique 12 : Part du taux de frais de gestion récurrents rétrocedée aux distributeurs de fonds en 2009**



Source : Mission.

Le niveau moyen des rétrocessions sur frais de gestion récurrents est plus élevé pour les CGPI (1,19 %) que pour les réseaux intégrés (1,07 %).

**Graphique 13 : Comparaison entre les parts sur frais de gestion récurrents rétrocedées aux distributeurs de fonds, en fonction du type de distribution**

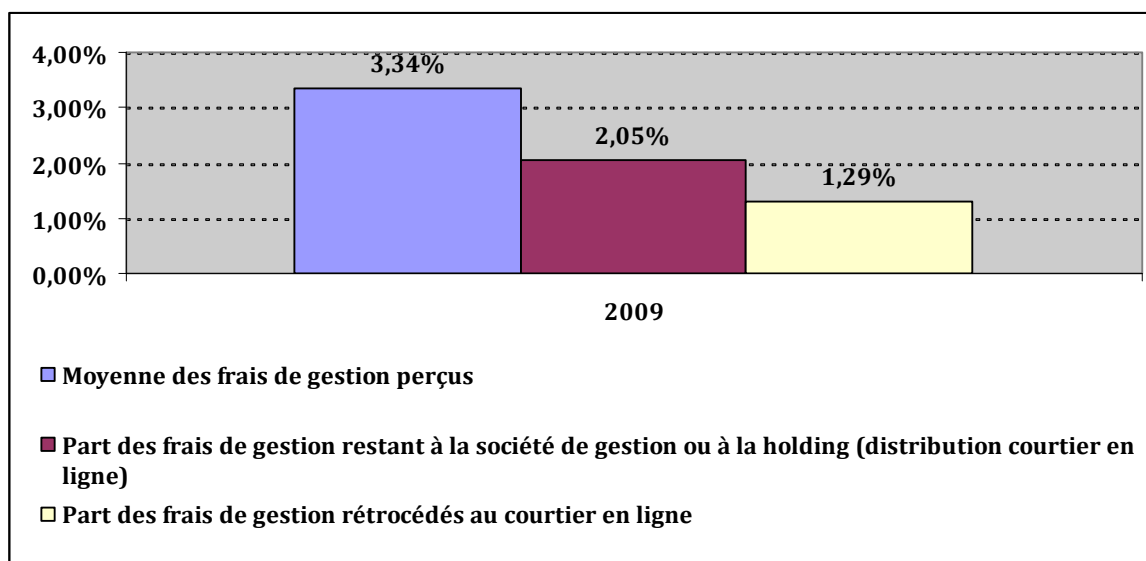


Source : Mission.

Ce niveau de rétrocession est plus élevé s'agissant des deux courtiers en ligne étudiés : il se situe à 1,29 %, ce qui représente près de 40 % (38 %) du total des frais de gestion, ce qui correspond au modèle économique de ces distributeurs, qui ne perçoivent que peu ou pas de frais d'entrée.

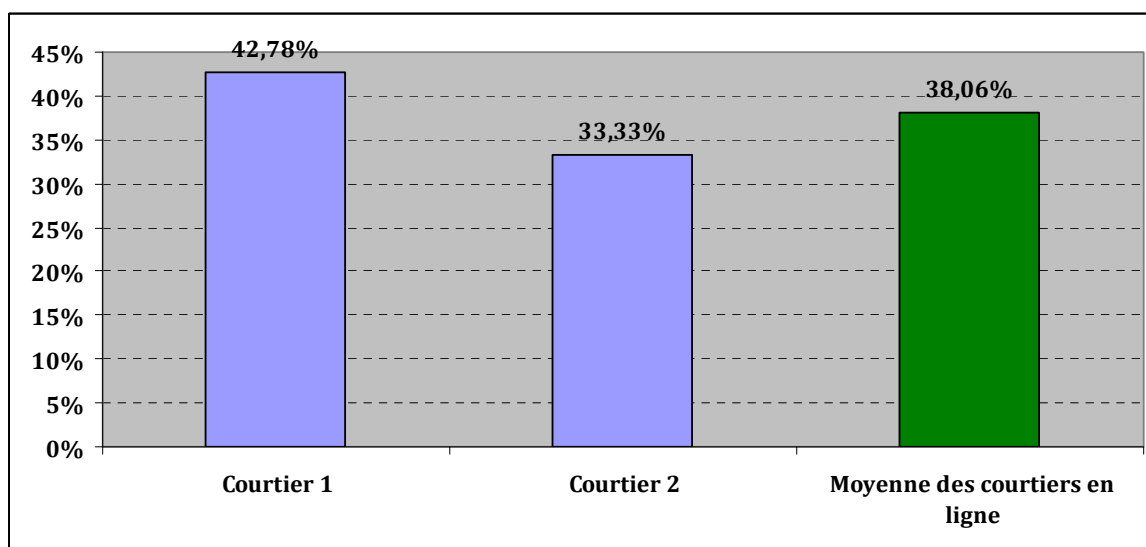
## Annexe VI

**Graphique 14 : Part des frais de gestion récurrents rétrocedée aux courtiers en ligne en 2009, en pourcentage**



*Source : Mission.*

**Graphique 15 : Proportion des frais de gestion récurrents rétrocedés aux courtiers en ligne en 2009**



*Source : Mission.*

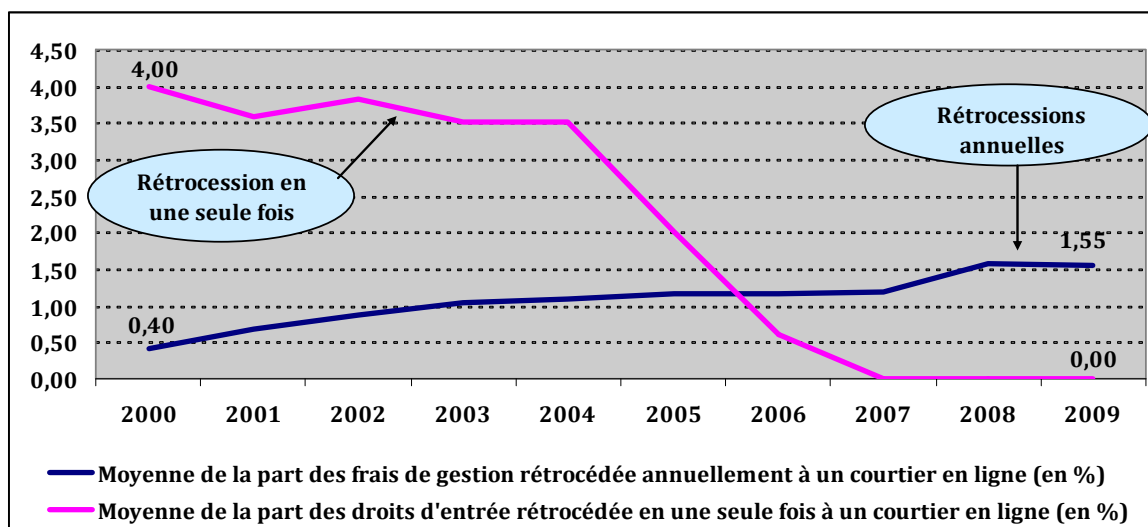
Par ailleurs, la mission a constaté le développement d'une pratique consistant à diminuer les droits d'entrée, au profit d'une augmentation des rétrocessions récurrentes des frais de gestion. L'évolution du taux de rétrocession des frais de gestion facturés par un de ces courtiers indique ainsi une hausse entre 2000 et 2009, alors que le mode de rémunération basé sur les droits d'entrée disparaissait.

Le graphique 16 ci-dessous caractérise cette tendance, pour un des courtiers en ligne rencontré par la mission.

Cependant, cette évolution permet une rémunération bien plus élevée de la distribution, puisque les droits d'entrée ne sont perçus qu'une seule fois, alors que les rétrocessions sur frais de gestion sont annuelles sur la durée de vie du produit (soit sur une période allant de huit à dix ans).

## Annexe VI

**Graphique 16 : Évolutions croisées des frais de gestion et des droits d'entrée rétrocédés dans 30 FCPI et 13 FIP commercialisés par un courtier en ligne**



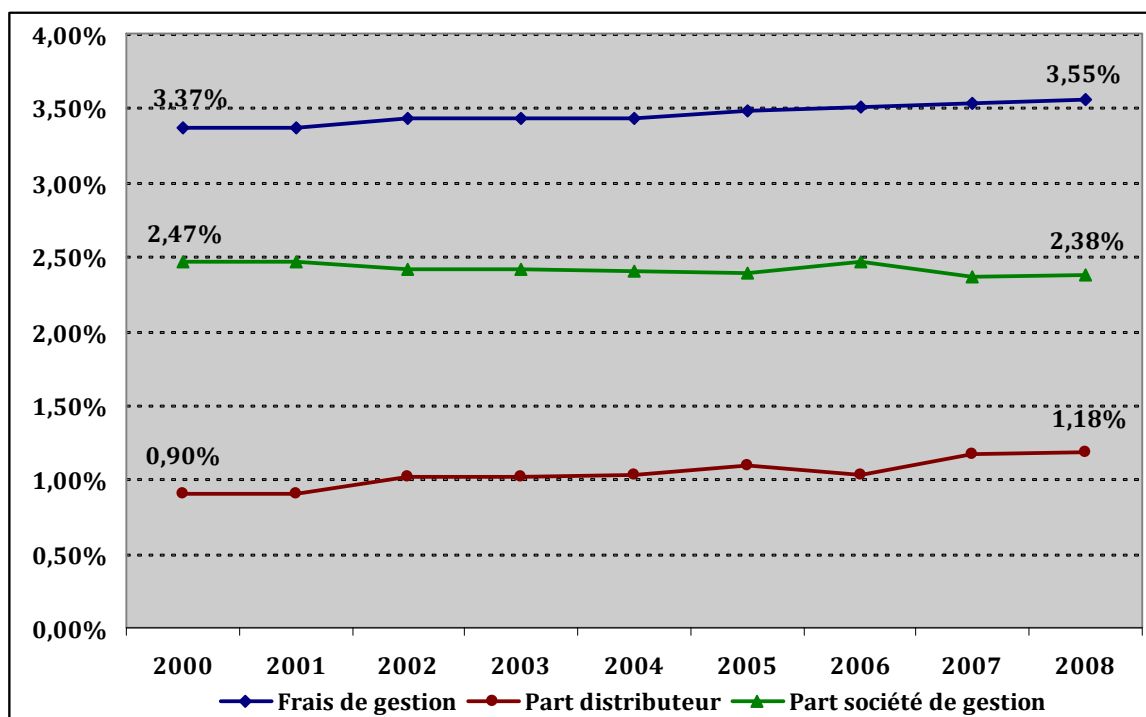
*Source : Données fournies à la mission concernant des FCPI (à compter de 2000) et des FIP (à compter de 2004) commercialisés par un courtier en ligne.*

Le Graphique 17 ci-dessous montre la déformation progressive de la part des frais de gestion annuels allant vers le distributeur, sur la période 2000 à 2008. En effet, alors que le niveau moyen des frais de gestion a peu augmenté sur cette période (de 3,37 % à 3,55 % pour les quatre véhicules sélectionnés, soit une hausse de 5,5 %) la part rétrocédée à la distribution a connu une croissance bien plus significative sur cette période de neuf années (de 0,90 % à 1,18 %, soit une hausse de 30,6 %), au détriment des sociétés de gestion.

Cette analyse, bien qu'effectuée à partir d'un échantillon restreint de sociétés de gestion en raison de la difficulté à obtenir ce type de données, est corroborée par les entretiens menés par la mission auprès des responsables de sociétés de gestion, qui soulignent l'évolution à la hausse, sur cette période, de la part des frais de gestion récurrents rétrocédée à la distribution.

## Annexe VI

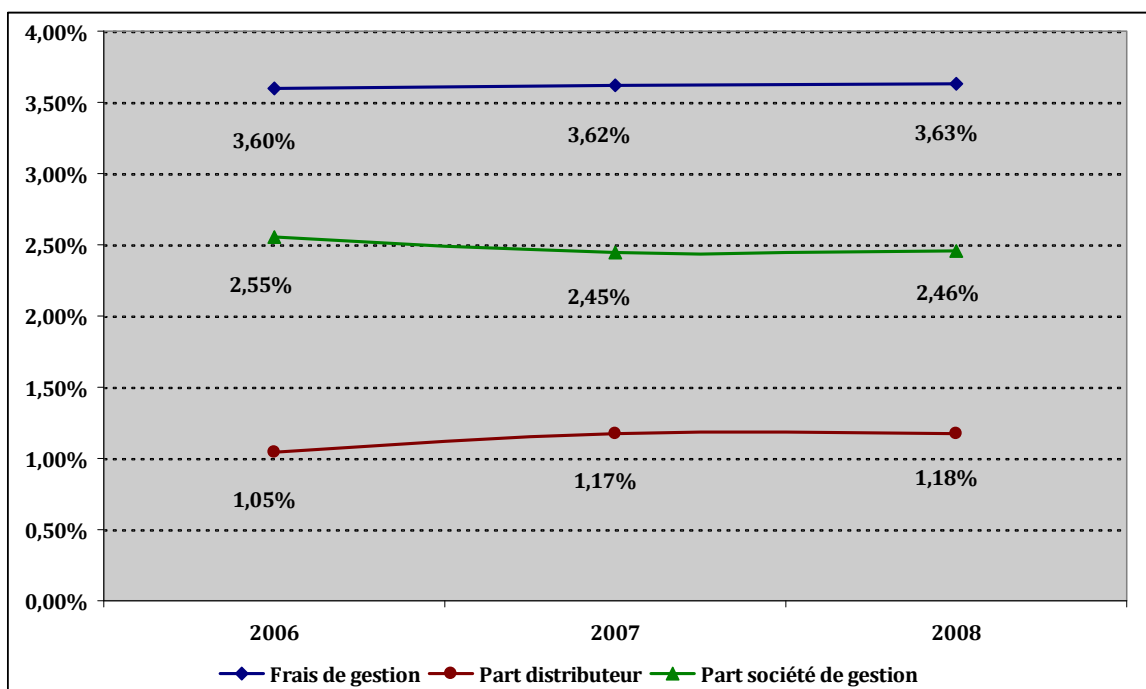
**Graphique 17 : Évolution sur neuf années, pour quatre véhicules, de la part des frais de gestion rétrocédés à la distribution**



*Source : Données fournies par quatre sociétés de gestion relativement au pourcentage de frais de gestion rétrocédés à la distribution, à partir des millésimes des fonds (FCPI et FIP).*

Par ailleurs, la même étude effectuée sur la période 2006 à 2008, pour un panel plus large de sept fonds, permet d'identifier une hausse de 12,5 %, particulièrement marquée en 2007, antérieurement à la loi TEPA.

**Graphique 18 : Évolution sur la période 2006-2008, pour sept véhicules, de la part des frais de gestion rétrocédés à la distribution**



*Source : Données fournies par sept sociétés de gestion relativement au pourcentage de frais de gestion rétrocédés à la distribution, à partir des millésimes des fonds (FCPI et FIP).*

### 3.1.2.1. Niveau et évolution des rétrocessions accordées aux plateformes de distribution sur ces frais de gestion

S'agissant des deux plateformes de distribution rencontrées par la mission, le montant moyen des rétrocessions qu'elles conservent se situait au même niveau moyen de 0,20 %, soit 5,59 % du total des frais de gestion prélevés.

**Tableau 3 : Niveau des frais de gestion rétrocédés aux plateformes (PF)<sup>40</sup>**

	Montant prélevé	Montant rétrocédé en moyenne à la plateforme	En proportion
PF 1	3,60 %	0,20 %	5,55 %
PF 2	3,60 %	0,20 %	5,55 %
<b>Moyenne</b>	<b>3,60 %</b>	<b>0,20 %</b>	<b>5,55 %</b>

*Source : Mission.*

### 3.1.2.2. Les PSI interposés dans les circuits de distribution des holdings ISF PME conservent également une part des frais de gestion récurrents

La mission a constaté qu'un PSI interposé conservait 0,20 % du montant des souscriptions pour son propre compte, et reversait le restant au distributeur du produit (soit 0,80 %), ce qui représente en proportion 6,67 % des frais de gestion prélevés par la holding.

## 3.2. Le niveau des droits d'entrée se justifie par l'existence de prestations de conseil et de réception transmission d'ordres rendues par les distributeurs

La commercialisation des produits financiers auprès des particuliers s'effectue principalement en quatre temps : l'établissement des documents de présentation des offres, le conseil de souscription, la matérialisation de la vente, le suivi et l'après-vente.

Concernant les FCPR fiscaux, FCPI et FIP, et les holdings ISF PME, le conseil de souscription présente certaines particularités. En effet, cette prestation nécessite de s'assurer que l'investisseur a effectivement conscience des deux risques majeurs attachés à ce type de produit :

- ◆ le risque de liquidité, les délais de conservation imposés devant légalement se situer à 5 ans, en pratique entre 8 et 10 ans ;
- ◆ le risque en capital, ces produits constituant un investissement en capital-risque très aléatoire en termes de rendement.

Le conseil en investissement doit également vérifier que la situation fiscale du client lui permettra effectivement de bénéficier de l'économie fiscale liée au produit.

Selon les professionnels du marché, le risque commercial du distributeur lié à la matérialisation de la vente peut être important pour ce type de produit, dont les souscriptions se réalisent sur des périodes très courtes (septembre à décembre pour l'IR, avril à juin pour l'avantage ISF), dans l'hypothèse où la souscription du client ne serait pas présentée en temps et en heure. Le distributeur engage alors sa responsabilité vis-à-vis du souscripteur, dans l'hypothèse d'un retard qui lui serait imputable.

<sup>40</sup> Le montant prélevé indiqué dans ce tableau correspond au niveau moyen de frais observé sur le panel de 25 FIP et FCPI cité ci-dessus.

### **3.3. Les rétrocessions annuelles de frais de gestion sur ces produits spécifiques ne trouvent pas de justifications et sont contraires aux dispositions réglementaires**

#### **3.3.1. La rémunération des distributeurs de FIP, FCPI et holdings ISF PME se situe à un niveau élevé au regard des autres produits financiers grand public**

Les autres produits financiers grand public présentant un avantage fiscal sont principalement les SICAV (en actions, en obligations, ou monétaires) ou les contrats d'assurance-vie (monétaires ou multi supports).

Aucune donnée publique n'existe sur les modes de rémunération des distributeurs de ces produits financiers comparables. La mission a donc été amenée à consulter des distributeurs de ce type de produits (CGPI, courtiers en ligne, réseaux bancaires ou d'assurance), et à s'appuyer sur les études et enquêtes publiées sur ce sujet.

##### **3.3.1.1. Le niveau des droits d'entrée est le même que celui appliqué aux autres produits financiers grand public**

Le niveau des droits d'entrée appliqués à la vente des FCPI, FIP et holdings ISF PME ne diffère pas de celui des autres produits, puisqu'ils empruntent les mêmes canaux de distribution, et présentent la même caractéristique d'être pleinement négociables par l'investisseur.

Une étude « *Lipper* » de novembre 2006 situait ainsi le niveau moyen des droits d'entrée des OPCVM<sup>41</sup> à 3 %, pourcentage comparable à celui relevé par la mission.

Une des plateformes de distribution du marché a par ailleurs indiqué à la mission que le niveau moyen des droits d'entrée se situait, pour les contrats d'assurance-vie (que ce soit des fonds en euros ou en unités de compte) à 2,5 %, ce taux diminuant parfois jusque zéro, avec la taille des tickets. Les souscriptions en OPCVM monétaires se réalisent dans cette plateforme sans frais d'entrée, pour les souscriptions d'OPCVM actions (ou long terme) entre 1.5 % et 2 %.

##### **3.3.1.2. Les taux de rétrocession sur frais de gestion sont plus faibles en proportion, mais beaucoup plus élevés en valeur absolue que pour les autres produits grand public**

###### **3.3.1.2.1. Les frais de gestion sont plus élevés que pour les autres produits financiers commercialisés auprès du grand public...**

Le niveau moyen de frais, avant rétrocession à la distribution est de moins de 1 % pour les contrats d'assurance-vie et les SICAV monétaires ou boursières, et il oscille entre 1,5 % et 2,25 % pour des contrats d'assurance-vie ou des SICAV actions<sup>42</sup>.

Ce niveau est donc inférieur à celui constaté par la mission pour les FIP, FCPI et holdings ISF, qui se situe entre 3,50 % et 3,60 %.

---

<sup>41</sup> UCIT : *Undertakings for the collective Investment in Transferable Securities*, appellation anglaise des OPCVM.

<sup>42</sup> Ces niveaux de frais ont été confirmés par un courtier en ligne qui a fourni à la mission une étude sur les frais de frais de gestion moyens de 1 301 fonds actions, obligataires ou monétaires commercialisés par ses soins, et de 96 contrats d'assurance-vie mono et multi supports également commercialisés sur son site.



## Annexe VI

**Tableau 4 : Niveaux moyens de frais relevés pour des contrats d'assurance-vie et des SICAV**

	SICAV monétaire	SICAV actions et obligations	Assurance-vie en euros <sup>43</sup>	Assurance-vie multi support <sup>44</sup>
Droits d'entrée	De 2,5 % à 4,5 %	de 2,5 % à 4,5 %	de 0 à 5 %	de 0 à 5 %
Frais de gestion	de 0,51 % à 4,20 %	de 0,51 % à 4,20 %	autour de 0,60 %	autour de 0,90 %

*Source : Mission.*

Ce différentiel doit cependant être tempéré par le fait que les SICAV et contrats d'assurance-vie peuvent par ailleurs être impactés par des frais de gestion complémentaires élevés (commissions de mouvement, frais de négociation)<sup>45</sup>.

### 3.3.1.2.2. ...ce qui génère donc des taux de rétrocession également plus élevés en volume, bien que plus faibles en proportion

Une étude récente de l'AMF<sup>46</sup> souligne la prédominance des coûts de distribution dans les frais imputés aux porteurs de parts d'OPCVM, situés en France dans une fourchette comprise (hors « Hedge funds ») entre 35,6 % et 48,4 % des frais de gestion.

**Tableau 5 : Rétrocessions moyennes payées au distributeur d'OPCVM en France**

Type de fonds	Pourcentage des frais de gestion
Fonds actions	47,75 %
Fonds obligations	48,40 %
Fonds diversifiés	47,90 %
Fonds monétaires	35,60 %
Fonds CPPI	41,10 %
Fonds de fonds	45,00 %

*Source : ZEW-OEE (2006), cité dans l'étude AMF « Les économies d'échelle réalisées par l'industrie de la gestion collective profiteront-elles aux porteurs de parts ? » de juin 2009, page 27.*

La proportion de ces rétrocessions sur le total des frais de gestion, telle qu'observée par la mission (entre 30 % et 40 % selon le canal de distribution) se situe en deçà des taux exposés dans le Tableau 5 ci-dessus. Cependant, ce niveau légèrement inférieur est nettement contrebalancé par le fait que le pourcentage moyen des frais de gestion<sup>47</sup> facturé par un FIP ou FCPI est beaucoup plus élevé (l'étude menée par la mission le situe entre 3,50 % et 3,60 %) que celui des autres OPCVM, dont le niveau se situe entre 1,8 % et 2,0 %<sup>48</sup>.

<sup>43</sup> Source : *Le journal des Finances*, « Comment choisir un bon contrat d'assurance-vie en euros », 2 février 2007, et « Les frais des contrats d'assurance-vie », sur francetransactions.com.

<sup>44</sup> Source : *Le journal des Finances*, « Comment choisir un bon contrat d'assurance-vie en euros », 2 février 2007, et « Les frais des contrats d'assurance-vie », sur francetransactions.com.

<sup>45</sup> Source : « Les frais sur vos SICAV à la loupe », numéro spécial *Le Revenu* de mars 2009.

<sup>46</sup> « Les économies d'échelle réalisées par l'industrie de la gestion collective profiteront-elles aux porteurs de parts ? », Étude Risques et Tendances de l'AMF n°7 de juin 2009.

<sup>47</sup> 3,55 % avant rétrocession à la distribution, pour les onze FIP et FCPI rencontrés, 3,60 % pour les 25 FIP et FCPI étudiés par la mission.

<sup>48</sup> Le taux de « management fees » (frais de gestion) appliqué aux *Mutual funds Equity* commercialisés sur le marché français se situe à 1,27 %, hors frais de distribution, selon une étude intitulée « *Mutual funds around the world* » datée du 10 février 2006. En incluant des frais de distribution de près de 50,00 %, les frais de gestion moyen d'un fonds action vendu au grand public se situent alors entre 1,8 % et 2,0 %. Le bureau d'étude « Lipper » situe ainsi les frais de gestion sur OPCVM actions à 1,89 % selon une étude « *Le Revenu* » de mars 2009.

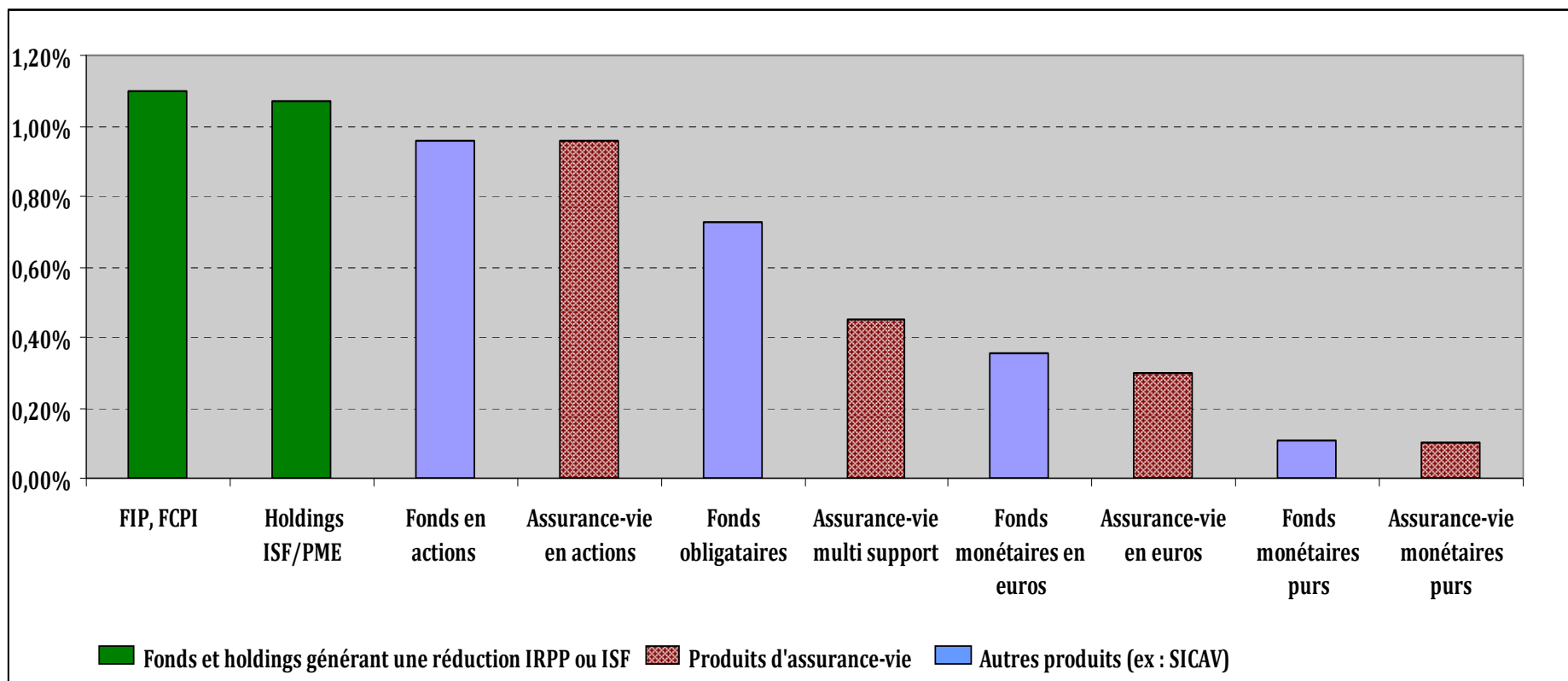
## Annexe VI

Il en résulte que la part des frais de gestion rétrocedés aux distributeurs de FIP, FCPI et holdings ISF PME, est supérieure, pour un ticket de même montant, à celle perçue pour la distribution d'autres OPCVM, ou de contrats d'assurance-vie.

Ce niveau élevé est exposé dans le graphique 19 ci-dessous, pour lequel les données ont été confirmées par les acteurs de la distribution rencontrés par la mission.

## Annexe VI

**Graphique 19 : Estimation comparée, pour des produits financiers grand public, du montant des frais de gestion récurrents rétrocedés, pour un ticket de même montant**



*Source : Mission – niveaux estimés, au regard des études citées dans la présente sous-partie, et des entretiens menés par la mission – le taux de rétrocession sur les contrats d'assurance-vie a été estimé à 50 %.*

### **3.3.2. Par ailleurs, ces rétrocessions sont aujourd'hui peu transparentes pour l'investisseur et pour le régulateur**

#### **3.3.2.1. L'AMF ne dispose à ce jour d'aucune donnée lui permettant d'apprécier le niveau de ces rétrocessions**

L'AMF ne dispose aujourd'hui d'aucune source d'information relative aux pratiques du marché, ce qui ne lui offre aucune possibilité de détecter ou de réprimer des écarts anormaux qui pourraient recouvrir des pratiques anticoncurrentielles, ou une tarification excessive.

Le régulateur n'a pas connaissance de l'existence ni du montant des rétrocessions, car elles ne figurent ni dans les notices des fonds ni dans les prospectus des holdings, ou bien dans les documents transmis annuellement par les sociétés de gestion à l'AMF.

Les normes de transparence qui régissent aujourd'hui les rétrocessions récurrentes des frais de gestion ne permettent de ce fait pas à l'investisseur d'apprécier leur bien-fondé, notamment en les comparant à des pratiques du marché.

#### **3.3.2.2. Les investisseurs doivent effectuer une démarche positive afin d'obtenir cette information**

Par ailleurs, dans le cadre de sa relation directe avec le client, le PSI ou le CIF peut indiquer les conditions principales des accords en matière de rémunérations, de commissions et d'avantages non monétaires, sous une forme résumée, à charge pour le client de demander au distributeur avec lequel il a contracté des précisions supplémentaires sur la nature et le montant de ces rétrocessions.

L'obtention de cette information doit résulter d'une démarche volontaire de la part de l'investisseur envers le distributeur, qui n'est que rarement observée dans les faits.

Ce manque de transparence contribue à préserver une pratique dont la légitimité est par ailleurs discutable, concernant les FIP, FCPI et holdings ISF PME (cf § 3.3.3 ci-dessous).

### **3.3.3. Enfin, compte tenu des spécificités de ces produits, ces rétrocessions annuelles ne trouvent pas de justifications à la fois sur le plan économique et juridique**

La directive d'application de la MIF (article 26) impose<sup>49</sup> que les commissions, autres rémunérations ou tout « avantage », monétaire ou non, que peuvent verser ou percevoir les PSI, en liaison avec la prestation d'un service n'empêchent pas ces derniers d'agir « *d'une manière honnête, équitable et qui sert au mieux les intérêts du client* ».

---

<sup>49</sup> Ces dispositions sont applicables en France depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007.

## Annexe VI

De manière générale, le régime dit « *Inducements*<sup>50</sup> » a pour but d'interdire les rétrocessions ou d'autres avantages consentis au prestataire par un tiers, dont l'existence est inconnue du client et qui pourraient avoir pour effet d'inciter les prestataires à agir autrement que dans le meilleur intérêt du client<sup>51</sup>.

A cette fin, il prévoit des conditions qui sont résumées dans le schéma de raisonnement exposé dans l'Encadré 6 ci-dessous.

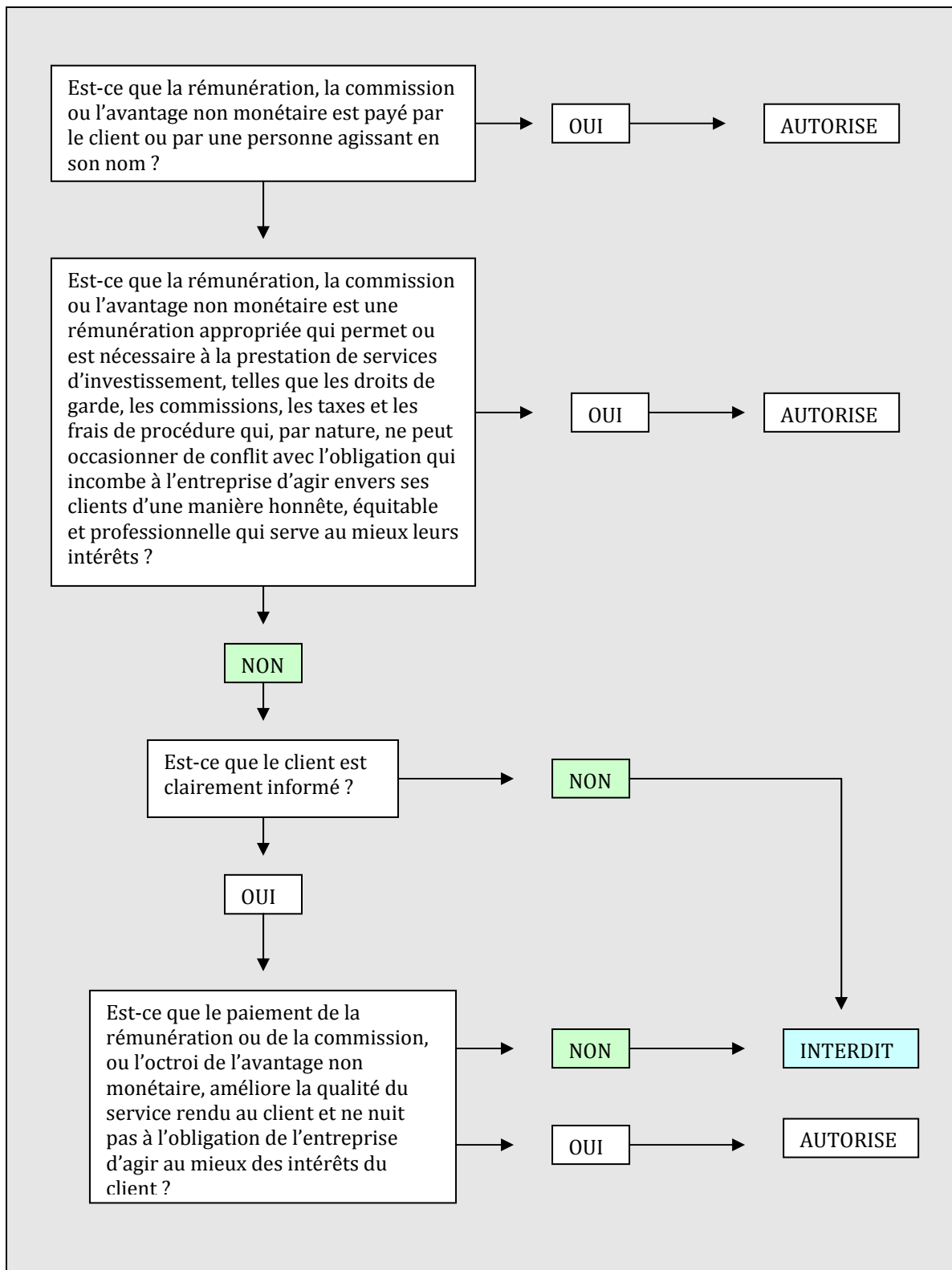
---

<sup>50</sup> Les dispositions « *inducement* » portées en France à l'article 314-76 du règlement général de l'AMF, qui sont applicables depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007, sont issues des dispositions de :

- ◆ l'article 19.1 de la directive MIF 2004/39 (dite de « niveau 1 ») ;
- ◆ l'article 26 a, b, c et le considérant 39 de la directive d'application MIF 2006/73 (dite de « niveau 2 »).

<sup>51</sup> « Directive MIF – Construire le marché européen – Revue Banque Edition – septembre 2007 »

Encadré 6 : Mise en œuvre des dispositions « Inducements »



Source : CESR/07-228b. « Directive MIF – Construire le marché européen – Revue Banque Edition – septembre 2007 ».

### **3.3.3.1. Les règles applicables en matière « d'avantages » (Inducements) encadrent strictement les rétrocessions versées aux distributeurs**

#### **3.3.3.1.1. Règles applicables aux droits d'entrée**

En pratique, les droits d'entrée sont la plupart du temps perçus et conservés par le distributeur qui les a négociés avec son client.

Les rétrocessions sur droits d'entrée répondent à la définition de l'article 314-76 1° du règlement général de l'AMF, puisqu'elles sont versées directement par le client investisseur et répondent de ce fait aux principes de transparence édictées par ce texte. Elles font d'ailleurs l'objet d'un affichage distinct dans le prospectus simplifié<sup>52</sup>.

Leur obtention par le distributeur n'implique de ce fait pas les mêmes conditions que celles édictées par l'article 314-76 2°<sup>53</sup> du même règlement.

#### **3.3.3.1.2. Règles applicables aux frais de gestion récurrents**

Comme exposé au § 2.2.1 ci-dessus, les rétrocessions sur frais de gestion perçues par le distributeur PSI ou CIF doivent quant à elles répondre à trois conditions, fixées par l'article 314-76 2° du règlement général de l'AMF.

Cette disposition de la directive ayant suscité de nombreuses interrogations, le sujet *Inducements* a été inclus dans le programme de travail du CESR<sup>54</sup> au niveau 3, qui a publié une série de recommandations le 29 mai 2007. Cependant, l'application de ces conditions restant source d'incertitudes, celles-ci font l'objet depuis 2007 de consultations de la part du CESR, qui devraient prendre fin à la clôture de l'année 2009.

L'AMF n'a pas encore fourni de recommandations publiques sur ce point, dans l'attente des conclusions des conclusions de CESR « niveau 3 ».

Les services de l'AMF ont à ce jour uniquement développé l'analyse, validée par le Collège de l'AMF en avril 2007, selon laquelle les dispositions de l'article 26 de la directive d'application de la MIF<sup>55</sup> faisaient obligation au PSI commercialisateur d'OPCVM d'informer au préalable l'investisseur sur sa rétrocession, le cas échéant en utilisant la souplesse prévue par la Directive d'application, laquelle prévoit que : « *Les États membres autorisent une entreprise d'investissement à divulguer les conditions principales des arrangements en matière de rémunérations, de commissions et d'avantages non monétaires sous une forme résumée, sous réserve qu'elle s'engage à fournir des précisions supplémentaires à la demande du client et qu'elle respecte cet engagement* »<sup>56</sup>.

Pour que ces rétrocessions soient considérées comme conformes aux dispositions de l'article 314-76 du règlement général de l'AMF, il appartient également au distributeur de démontrer que le paiement de la rémunération ou de la commission, ou l'octroi de l'avantage non monétaire :

---

<sup>52</sup> Cf. note présentée au Collège de l'AMF le 9 décembre 2008 « Application du dispositif « *inducements* » par les adhérents de la Fédération des banques Françaises ».

<sup>53</sup> L'AMF n'a cependant pas explicitement exposé que les droits d'entrée relèvent des dispositions de l'article 314-76 1° du RGAMF, et non du 314-76 2° b).

<sup>54</sup> *Committee of European Securities regulators*, Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières.

<sup>55</sup> Transposé littéralement dans le livre III du Règlement Général de l'AMF, à l'article 314-76.

<sup>56</sup> Source : Procès verbal du collège de l'AMF en date du 9 décembre 2008.

## Annexe VI

- ◆ améliore la qualité du service rendu à l'investisseur,
- ◆ ne nuit pas à l'obligation du distributeur d'agir au mieux des intérêts de l'investisseur.

Quant aux CIF, les dispositions qui s'appliquent à eux sont les mêmes que celles des PSI, puisque tous deux rendent une même prestation définie comme « conseil en investissement ». En effet, un arrêté du 26 décembre 2008 a modifié le régime des CIF<sup>57</sup> pour introduire à l'identique les trois conditions cumulatives de l'article 314-76 2° applicables aux rétrocessions, qui s'appliqueront donc de la même manière à ces deux statuts.

### **3.3.3.2. Concernant les FIP, FCPI et holdings ISF PME, la pratique des rétrocessions sur frais de gestion est contraire aux dispositions de la directive MIF**

Les acteurs de la commercialisation de ce type de produits financiers ont appliqué les mécanismes généraux de rémunération de la distribution de produits financiers, à savoir la rétrocession d'une part essentielle des frais de souscription au distributeur, et l'octroi annuel à ce même distributeur d'une part des frais de gestion facturés à l'OPCVM, ou conservés par la holding ISF PME.

Or, ces produits financiers présentent des spécificités qui rendent difficile la transposition du modèle classique de rémunération.

Les commentaires du CESR et, surtout, les exemples d'avantages jugés inadmissibles par celui-ci, tendent à démontrer que les commissions versées à des distributeurs de produits ne fournissant pas de conseil ou de gestion pourraient être admises, dans la mesure où elles contribuent à élargir la palette de produits offerts par ces distributeurs.

Ces exemples diffèrent cependant grandement de la situation relevée par la mission, concernant des produits financiers qui ne génèrent aucune prestation autre que celles qui sont rémunérées par les droits d'entrée, dès lors que le produit est figé pour l'investisseur pendant une période de blocage minimale de cinq ans, parfois plus pour les fonds.

#### **3.3.3.2.1. Les prestations de service rendues par les distributeurs en contrepartie de l'obtention des rétrocessions sont de plusieurs types**

Dans le processus de distribution des produits financiers type FCPI, FIP et holdings ISF PME, il existe principalement deux types de prestations de service en investissement :

- ◆ la prestation de conseil en investissement

Cette prestation de conseil est une prestation réservée aux PSI et aux CIF. Elle est définie dans la directive comme « *la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande, soit à l'initiative [du PSI ou du CIF], en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers* ».

- ◆ la prestation de RTO portant sur les produits financiers commercialisés

Cette prestation couvre non seulement les ordres de bourse, mais aussi les ordres de souscription et rachat des OPCVM.

Le distributeur, lorsqu'il est « récepteur/transmetteur d'ordres » doit justifier que chaque ordre transmis a été donné par le mandant et doit être en mesure de faire la preuve du moment de sa réception et de celui de sa transmission auprès de l'intermédiaire habilité à son exécution<sup>58</sup>.

---

<sup>57</sup> Dispositions introduites à l'article 325-6 du Règlement général de l'AMF.

<sup>58</sup> Source : « La distribution et la circulation des OPCVM en France et en Europe », Eurogroupe 30 octobre 2004.



## Annexe VI

Les règles relatives à la RTO résultent de la transposition de l'article 47 de la directive d'application de la MIF. Elles ont pour objectifs principaux l'exécution rapide et équitable des ordres de clients, la prévention de conflits d'intérêt et la protection des intérêts des clients<sup>59</sup>. A ce titre, elles sont donc directement concernées par les dispositions de « *best execution*<sup>60</sup> ».

En pratique, ces deux prestations sont réalisées par la même personne, physique ou morale, s'agissant des CGPI et des réseaux bancaires.

S'agissant des courtiers en ligne, leur prestation se limite à la réception transmission d'ordre.

L'AMF ne s'est, à ce jour, pas prononcée sur la nature et l'étendue des prestations susceptibles de justifier l'amélioration du service rendu au client en contrepartie de l'obtention, par le distributeur, de rétrocessions annuelles sur les frais de gestion.

Le CESR semble quant à lui n'être prêt à les admettre qu'à la condition supplémentaire qu'elles ne viennent pas biaiser les conseils ou recommandations donnés (conditions b) de l'article 314-76 2°)<sup>61</sup>.

### 3.3.3.2.2. *Mais, la réalisation de la condition relative à l'amélioration du service rendu est difficile à identifier concernant ce type de produits*

#### ◆ Ces produits présentent une spécificité forte...

Les distributeurs qui fournissent à la fois la prestation de conseil en investissement, et celle de RTO, concentrent leur activité lors de la phase initiale de vente de ces produits.

En effet, une spécificité forte de ces produits réside dans le fait qu'ils sont bloqués pour l'investisseur pour une période minimale de cinq ans<sup>62</sup>, dans les faits couramment entre huit et dix ans, sans présenter de possibilité d'arbitrages sur cette même période.

Ce dernier point les distingue d'autres instruments bénéficiant également d'une fiscalité favorable, tels les SICAV, les plans d'épargne en actions (PEA) ou les produits d'assurance-vie multi-supports, pour lesquels le souscripteur est susceptible de demander des modifications en cours de vie du produit, ce qui génère une prestation complémentaire de la part du distributeur.

#### ◆ ...qui rend difficile la réalisation des conditions du dispositif *Inducements*

Ces prestations concentrées lors du conseil et de la vente du produit sont rémunérées à ce jour de deux manières cumulatives, d'abord par la rétrocession ponctuelle des droits d'entrée, puis par celle, annuelle, des frais de gestion.

Il existe donc une inadéquation importante entre la prestation rendue par les distributeurs, essentiellement réalisée lors de la réalisation de la vente et de la souscription, et les modalités de rémunération qui lui sont appliquées, étalées sur la durée de vie du produit distribué.

La condition d'amélioration du service fourni, si elle est totalement réalisée concernant les droits d'entrée, est susceptible de ne pas l'être relativement aux rétrocessions sur frais de gestion.

---

<sup>59</sup> Source : document AMF du 13 février 2007 « Transposition de la directive MIF : Prestataires de services d'investissement ».

<sup>60</sup> Le principe de *best execution*, issu de l'article 21 de la directive MIF, impose au prestataire du service de réception transmission d'ordres de prendre toutes les mesures raisonnables pour fournir au client le meilleur résultat possible. La règle de *best execution* s'applique à tous les instruments financiers, y compris les OPCVM.

<sup>61</sup> Source : CESR/07-228b, « *Recommendation 5 : Recital 39 to the Level 2 Directive* », de mai 2007.

<sup>62</sup> Article 885-0 V bis, II.1. et III,1 a du CGI pour l'avantage ISF, et 199 terdecies-0 A. IV du même code pour l'avantage IRPP.

## Annexe VI

Pour que les rétrocessions récurrentes soient jugées conformes à la directive MIF, il faudrait soit considérer qu'elles viennent compléter la rémunération sous forme de droit d'entrée de la prestation de conseil lors du placement, soit isoler une autre prestation susceptible de rémunération.

- ◆ La rétrocession des frais de gestion ne constitue pas une forme d'étalement de la rémunération des prestations de conseil et de RTO.

En effet, les deux types de rémunération sont de natures juridiques distinctes.

Elles sont régulées par deux régimes différents, les droits d'entrée relevant de l'article 26 a de la directive d'application de la MIF (article 314-76 1° du RGAMF), et les rétrocessions sur frais de gestion de l'article 26 b (article 314-76 2° du RGAMF) de cette même directive.

Ainsi, la mécanique même du dispositif *Inducement* permet d'écarter l'idée selon laquelle une même prestation serait rémunérée de deux manières différentes, mais complémentaires.

Par ailleurs, les deux rémunérations pratiquées ont une source totalement distincte, puisque les honoraires et les frais d'entrée qui vont revenir à son conseiller distributeur sont payés par le client, alors que les rétrocessions sur frais de gestion sont versées par un tiers, le producteur.

Les rétrocessions sur frais de gestion ne peuvent donc pas non plus être assimilées à un étalement de la rémunération du distributeur sur la durée de vie du produit.

Au final, si ces paiements devaient trouver une justification, il faudrait la chercher dans une éventuelle prestation de service annuelle.

- ◆ Aucune autre prestation, susceptible d'être regardée comme améliorant la qualité du service rendu à l'utilisateur, ne peut être identifiée
  - la rétrocession des frais de gestion ne rémunère ni un « acte de distribution »...

Les acteurs du marché soutiennent parfois que la rétrocession des frais de gestion rémunère « l'acte de distribution », qui permet au client d'accéder au marché. En d'autres termes, ces rétrocessions seraient versées par les promoteurs à leurs distributeurs pour accroître leur réseau de distribution, ce qui améliorerait par conséquent la qualité générale du service.

Cependant, en pratique, cette notion, qui n'est pas définie juridiquement, peut difficilement se différencier de la prestation de RTO, pour laquelle le distributeur perçoit déjà les droits d'entrée.

L'AMF a d'ailleurs expressément rejeté les thèses tendant à écarter l'application du dispositif au motif que la commercialisation d'OPCVM serait du « placement ». La directive d'application MIF a ainsi, selon l'AMF, écarté la possibilité de considérer les rétrocessions sur frais de gestion comme des commissions de placement versées par le producteur –assimilé à un client– au distributeur en rémunération du service de placement qu'il lui fournirait, et à ce titre autorisées sans condition. En effet, ces dispositions sont placées dans une Section 2 de la directive intitulée « Dispositions visant à garantir la protection des investisseurs »<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> Rapport de l'AMF sur « l'harmonisation des règles de commercialisation applicables aux produits substituables », rédigé par le groupe de travail de la commissions consultative « Epargnants », présidé par Jacques Delmas-Marsalet, octobre 2008, page 13.

## Annexe VI

Il en résulte donc que les rétrocessions versées au distributeur par le producteur visent bien à rémunérer une ou plusieurs prestations rendues par le premier au client, c'est-à-dire à l'investisseur, et non l'émetteur, et que les services qui y sont mentionnés sont normalement ceux rendus aux investisseurs (c'est-à-dire le conseil en investissement, la gestion de portefeuille, la réception et transmission d'ordres et l'exécution d'ordres) et non le service de placement rendu aux émetteurs<sup>64</sup>. Une telle interprétation enlèverait toute portée à cette condition du dispositif *inducement*, qui deviendrait d'acceptation quasi-mécanique.

- ...ni une prestation d'information postérieure à la vente

Il est en effet parfois avancé que ces rétrocessions viennent rémunérer la prestation d'information postérieure à la réalisation de la vente.

Or, les seules prestations identifiables susceptibles d'être réalisées au profit des clients pour ce type de produits bloqués résident dans :

- l'information régulière du souscripteur (semestrielle ou annuelle), en particulier sur l'évolution de la valeur liquidative du produit.

Cependant, cette information est principalement fournie par le promoteur, à savoir la société de gestion ou la holding ISF PME, qui l'adresse la plupart du temps directement à l'investisseur.

Ce dernier, s'il désire obtenir des informations complémentaires, est alors susceptible de contacter directement la société de gestion ou la holding ISF PME. S'il contacte le distributeur, la prestation effectuée n'entraînera en toute hypothèse qu'un coût très faible ou nul, puisqu'elle consiste uniquement dans le commentaire de documents (par ailleurs succincts et clairement lisibles) établis par d'autres.

- une information du client liée à la nature fiscale du produit, comme l'aide à la rédaction de la déclaration ISF du souscripteur, ou la gestion des cessions anticipées en cas de décès du souscripteur.

Là encore, cette information particulière relève plutôt du rôle de la société de gestion, qui transmet l'information demandée, directement ou *via* son distributeur.

En pratique, il importe de souligner que ce sont plutôt les sociétés de gestion qui rendent des services aux intermédiaires de la distribution :

- selon les acteurs de la profession rencontrés par la mission, la plupart des sociétés de gestion ont recruté une à deux personnes en moyenne totalement dédiées à l'animation, tout au long de l'année, des réseaux de distribution ;
- elles participent aux frais de location de salles et de réception à l'occasion des réunions d'information sollicitées par les partenaires, aux frais de marketing direct des distributeurs, prennent en charge les honoraires d'agence de communication et de marketing, préparent et impriment (voire assurent le routage) des documentations commerciales, des notices d'information des fonds et des bulletins de souscription (en moyenne 10 à 20 000 exemplaires) ;
- elles mettent généralement en place un site internet dédié (développement d'extranet avec les partenaires, rubriques dédiées pour les souscripteurs,...) ;
- elles disposent d'un back/middle office dédié (de 2 à 4 personnes en moyenne) pour gérer la relation avec les souscripteurs :
  - centre d'appel pour répondre à toutes questions ;
  - envoi des attestations fiscales lorsque celles-ci ne sont pas adressées par le dépositaire ;

---

<sup>64</sup> Ibid, page 14.

## Annexe VI

- suivi des rachats de parts (en cas de décès, de licenciement, d'invalidité) : environ 10 % de rachat sur la durée de vie de fonds de 8 ans ;
- mise à jour de la base de données souscripteurs.
- elles mettent en place les conventions de distribution (en moyenne de 50 à 400 par société de gestion), et assurent la gestion et le paiement des factures de rétrocession.

Par ailleurs, les sociétés de gestion portent juridiquement la responsabilité de l'obligation d'information et de conseil dans le cadre des placements d'OPCVM, les missions du distributeur étant limitées à la présentation et à la diffusion des informations sur les produits commercialisés.

Le Graphique 20 ci-dessous met en relation le niveau des frais de gestion rétrocedés au distributeur, en fonction des types de produits, tels qu'ils ressortent de l'étude exposée au § 3.3.1.2.1 ci-dessus, Graphique 19, au regard de l'intensité potentielle du conseil fourni par celui-ci à son client les années qui suivent la réalisation de l'acte de vente.

Cette intensité dépend du niveau de volatilité et de complexité (qui implique une qualité de conseil corrélée) attachés au produit.

Pour les besoins de l'exercice, cette intensité de conseil a été mesurée de 0 à 4, le niveau le plus élevé portant sur les produits investis en actions, comme indiqué dans le Tableau 6 ci-dessous.

**Tableau 6 : Evaluation de l'intensité du conseil, postérieurement à l'acte de vente**

<b>Produit support et sous-jacent</b>	<b>Niveau d'intensité</b>
FIP, FCPI, holdings ISF PME	0
Produits investis en monétaire ou en euros	1
Contrats d'assurance-vie multi-supports	2
Produits investis en obligations	3
Produits investis en actions	4

*Source : Mission.*

Ainsi, les SICAV et fonds investis en monétaires (ou les contrats d'assurance-vie qui peuvent leur servir de support) sont peu rémunérateurs, mais également peu risqués pour l'investisseur, car d'une grande stabilité ; ils nécessitent de ce fait une faible intensité de conseil, et génèrent une rémunération modeste. Par ailleurs, la rémunération des produits investis en monétaires purs est un peu plus faible que celle des produits en euros, car sur les premiers les distributeurs sont rémunérés soit sur des moyennes, soit sur des montants à dates fixes, alors que les capitaux en monétaires sont par nature des réserves de trésorerie. Ceci explique qu'il n'est pas rare d'arriver à moins de 0,1 % de taux de frais à l'année sur le niveau moyen du compte du client.

Les contrats d'assurance-vie multi-supports permettent de diversifier les placements et de faire des arbitrages en fonction de la conjoncture boursière, ce qui implique un suivi régulier des marchés. De ce fait, bien que peu risqués (puisque la plupart des contrats offrent la possibilité de choisir un support sans risques en euros à côté des supports plus risqués), ils nécessitent un niveau de conseil régulier.

Les produits investis en obligations sont plus risqués, car la valeur de leurs parts peut baisser momentanément. Cette valeur dépend en effet pour partie des intérêts que servent les obligations détenues en portefeuille, et du prix de ces obligations sur le marché. Or, ces prix s'apprécient quand les taux d'intérêt baissent, et chutent quand les taux remontent. Ces produits sont donc susceptibles de connaître des évolutions qui généreront une prestation de conseil plus intense.

## Annexe VI

Enfin, les produits investis en actions présentent normalement le profil de risque le plus fort, mais aussi le profil de rendement le plus performant, avec parfois de fortes variations, sur des périodes très courtes. Le choix est très vaste, ce qui nécessite un niveau de conseil très élevé. A titre d'exemple, d'un produit actions à un autre, les styles de gestion sont très différents, et portent sur des cibles très diversifiées quant à leur taille, leur secteur géographique, leur objet social, etc.

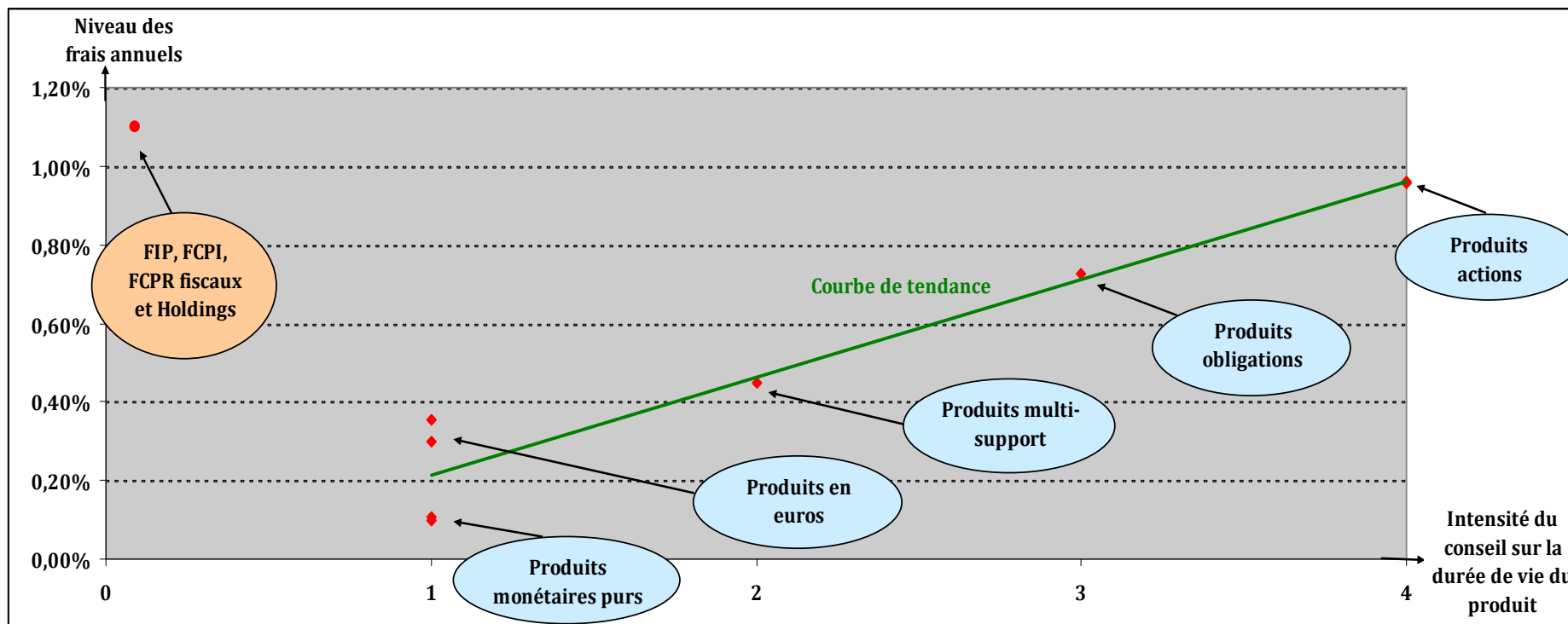
Pour tous ces produits, les niveaux de rétrocessions sur frais de gestion récurrents observés sur le Graphique 20 ci-dessous sont donc corrélés avec l'intensité du conseil qui sera rendu au cours des années qui suivront la vente du produit.

En revanche, concernant les FIP, FCPI et holdings ISF PME, aucune prestation spécifique ne peut être identifiée postérieurement à la vente du produit, puisqu'il est bloqué pour une durée minimale de cinq ans (délai fiscal de conservation des parts ou des actions), en pratique entre huit et dix ans, en fonction de la durée de blocage prévue par les fonds.

Dès lors, pour ces produits, la rémunération récurrente du distributeur est dé-corrélée de l'intensité du conseil rendu à l'investisseur. Ce mode de rémunération ne se justifie donc pas, sur un strict plan économique, pour ces produits.

## Annexe VI

Graphique 20 : Comparaison, selon le types de produits financiers commercialisés auprès du grand public, entre l'intensité du conseil sur la durée de vie du produit, et le niveau de rémunération récurrente du distributeur



Source : Mission.

## 4. Plusieurs pistes sont envisageables pour améliorer la régulation des frais de distribution

### 4.1. Imposer une obligation de déclaration auprès du régulateur des rétrocessions revenant à la distribution

#### 4.1.1. Description de la mesure et modalités de mise en œuvre

Le rapport Delmas-Marsalet<sup>65</sup> de 2005 sur la commercialisation des produits financiers préconisait un renforcement des contrôles exercés par les régulateurs.

Il proposait notamment que les producteurs déclarent chaque année au régulateur les taux de rétrocessions pratiqués l'année précédente sur leurs produits au bénéfice de leurs différents distributeurs. Ainsi, à partir de ces données, des moyennes de marché par type de produit pourraient être établies et les écarts apparemment anormaux être identifiés.

Selon ce rapport, l'analyse des données collectées permettrait ainsi au régulateur de demander dans un premier temps aux producteurs et distributeurs des explications concernant les écarts observés et, ensuite, de programmer éventuellement des audits sur place chez les producteurs puis les distributeurs, afin de rechercher si les écarts insuffisamment justifiés ne correspondent pas à des pratiques préférentielles ayant conduit le distributeur à vendre principalement les produits les mieux rémunérés. A cette occasion, les « *soft commissions*<sup>66</sup> » pourraient aussi faire l'objet d'investigations par les régulateurs.

De manière comparable, les États-Unis<sup>67</sup> ont développé depuis 1980 un système différencié de fonds supportant ou non les charges de distribution, appelés "*loaded funds*" et "*non loaded funds*"<sup>68</sup>. La SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) a, pour les *loaded funds*, adopté une disposition (dite "*rule 12b-1*") encadrant l'utilisation<sup>69</sup> d'un pourcentage des actifs des fonds pour financer leur distribution<sup>70</sup>.

Ainsi, lorsqu'un investisseur achète une part d'un *mutual fund* ou d'un *UIT*<sup>71</sup>, la société d'investissement doit lui fournir un prospectus incluant en particulier un tableau de frais<sup>72</sup>, dans lequel figurent les *12b-1 fees* et un indicateur standardisé de performance.

---

<sup>65</sup> Page 40 du rapport relatif à la commercialisation des produits financiers en date du 21 novembre 2005 de M. Jacques Delmas-Marsalet. *Op.cit.* note de bas de page n° 63.

<sup>66</sup> La pratique des *soft commissions* consiste pour la société de gestion à négocier avec l'intermédiaire de marché pour que ce dernier lui rétrocède, en nature, une partie des commissions versées. C'est cette rétrocession en nature qui est appelée *soft commission*. En France, le développement sur une large échelle de cette pratique datait des années quatre-vingt. Source : table ronde de l'AMF du 11 décembre 2003 au Palais Brongniart.

<sup>67</sup> Source : Services économiques de New-York, contactés dans le cadre de la mission.

<sup>68</sup> Source : Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective – Bulletin mensuel COB – Octobre 2002 – n°372. Les parts de *loaded funds* sont vendues moyennant une commission de vente, par l'intermédiaire d'un détaillant (généralement un *broker*), les parts de *no loaded funds* sont vendues sans intermédiaire ni commission de vente.

<sup>69</sup> Directe ou indirecte.

<sup>70</sup> L'objectif est de permettre à l'investisseur de pouvoir choisir entre des fonds plus ou moins dispendieux en matière de distribution.

<sup>71</sup> Les *Unit Investment Trusts* (UIT), sont des fonds ayant une date de terminaison, et n'investissant pas « activement » sur les marchés.

<sup>72</sup> Intitulé *Fee Table*.

## Annexe VI

Les investisseurs américains disposent donc du montant de la rémunération du distributeur dans le prospectus, ce qui n'est pas le cas de l'investisseur français, en dépit de la mise en œuvre depuis 2007 de l'article 314-76 du règlement général de l'AMF, adopté en application de l'article 26 de la Directive d'application de la MIF.

En effet, en France, l'information actuellement faite au client est partielle, car elle nécessite de sa part une démarche active vis-à-vis de son conseil<sup>73</sup> ; elle ne peut donc être considérée comme réellement transparente et totalement égale entre les investisseurs.

Par ailleurs, cette information faite au client est aujourd'hui différente, selon que son conseil ait le statut de CIF, ou celui de PSI<sup>74</sup>.

Enfin, cette obligation d'information préalable est à ce jour susceptible de ne pas s'appliquer aux démarcheurs bancaires ou financiers qui n'ont ni le statut de CIF, ni celui de PSI, et qui ont conclu un contrat de mandat de la part d'un PSI agréé<sup>75</sup>, dans le cadre de la commercialisation d'actions de holdings ISF PME<sup>76</sup>.

Au regard de ces trois insuffisances majeures, les dispositions du rapport Delmas-Marsalet demeurent donc d'actualité, même si elles doivent être couplées avec une obligation accrue d'information du client investisseur par le distributeur.

Il conviendrait alors d'instaurer une double obligation déclarative, concernant à la fois les producteurs (sociétés de gestion et holdings) et les distributeurs des produits.

### **4.1.1.1. Concernant l'obligation déclarative nouvelle pesant sur les sociétés de gestion et les holdings ISF PME**

Il s'agirait d'une obligation de déclaration réalisée auprès de l'AMF par les sociétés de gestion et les holdings ISF PME faisant « offre au public de titres financiers » (appel public à l'épargne), portant sur les taux de rétrocession des droits d'entrée et des frais de gestion accordés à leurs distributeurs de parts de FIP, FCPI et holdings ISF PME.

L'AMF serait ainsi en mesure de réaliser une étude annuelle sur ces frais, qui permettrait une véritable comparabilité pour les investisseurs, et dont les résultats seraient accessibles facilement sur son site internet<sup>77</sup>.

---

<sup>73</sup> A ce jour, les distributeurs sont tenus de fournir à leurs clients une information relative à leur rémunération. Cependant, tant les CIF que les PSI peuvent choisir de ne divulguer que les conditions principales de leurs accords en matière de rémunérations, de commissions et d'avantages non monétaires, sous une forme résumée.

Le client garde alors la possibilité de demander au distributeur avec lequel il a contracté des précisions supplémentaires sur la nature et le montant des rétrocessions de droit d'entrée et de frais de gestion dont il est bénéficiaire.

<sup>74</sup> Voir en ce sens la note AMF « Application du dispositif « inducements » par les adhérents de la Fédération des Banques Françaises », en date du 9 décembre 2008.

<sup>75</sup> Cf. § 2.2.3.

<sup>76</sup> Cette démarche, qui s'appuie sur l'exception de l'article L. 531-2 2° h) du Code monétaire et financier, est exposée par l'AMF à chacune des holdings ISF PME qui souhaitent faire appel public à l'épargne. Elle n'a fait l'objet d'aucune publication officielle, et n'est reprise dans aucune instruction de l'AMF.

<sup>77</sup> L'AMF procède déjà annuellement à la publication, sur son site internet, d'une étude portant sur les honoraires versés aux commissaires aux comptes et à leur réseau par les groupes du CAC 40 et de l'EUROSTOXX 50. La base juridique de cette étude est constituée par l'obligation, pour les émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, de publier le montant de ces honoraires, à la suite de la publication d'un règlement de la COB n° 2002-06. Ce règlement a été adopté par arrêté du ministre de l'économie et des finances, et il fait obligation aux émetteurs d'inclure ces frais de CAC dans leurs prospectus et documents de référence. Cette publication rentre dans le champ de l'une des missions majeures de l'AMF, qui est de veiller « à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés financiers » (art. L. 621-1 du CMF).



## Annexe VI

Cette obligation doit concerner tous les acteurs de la distribution, quel que soit leur statut juridique (PSI, CIF, démarcheur mandaté par un PSI agréé).

Elle serait cependant limitée aux sociétés de gestion et holdings qui commercialisent les produits type FIP, FCPI et holdings ISF PME.

La mise en œuvre de cette obligation résulterait d'une modification du règlement de l'AMF pour les sociétés de gestion<sup>78</sup>, de l'adoption d'une loi codifiée dans le code général des impôts pour les sociétés holdings<sup>79</sup>.

S'agissant des sociétés de gestion, le non respect de cette obligation entraînerait les mêmes conséquences, en termes de sanction, que celles applicables aux autres obligations déclaratives (avertissement, blâme, interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie des services fournis).

S'agissant des sociétés holdings, les sanctions applicables par l'AMF ne trouvant pas à s'appliquer, il conviendrait de prévoir l'application d'une amende destinée à pénaliser les infractions relatives aux obligations déclaratives, du type de l'amende définie à l'article 1729 B du CGI.

### **4.1.1.2. Concernant l'obligation déclarative nouvelle pesant sur les distributeurs**

Les distributeurs seraient tenus d'adresser à leurs clients, postérieurement à la vente, les niveaux exacts de rétrocession de droits d'entrée et de frais de gestion, tels que prévus dans la convention de distribution qui les lie obligatoirement à leur fournisseur de produit financier<sup>80</sup>. Cette obligation serait donc systématisée, et non plus suspendue à la demande expresse du client, comme aujourd'hui.

Cette nouvelle information prendrait la forme d'un complément, ou d'un avenant, à la convention conclue avec le client postérieurement au conseil en investissement<sup>81</sup>.

Elle pourrait résulter d'une simple modification de l'article 314-76 du règlement général de l'AMF pour les PSI, de l'article 325-13 du règlement général de l'AMF pour les CIF. Elle serait conforme aux dispositions de l'article 26 de la directive d'application de la MIF.

Elle porterait sur tous les FIP, FCPI, FCPR fiscaux et holdings ISF PME commercialisés par les PSI et les CIF.

### **4.1.2. Avantages et impacts de la mesure**

- ◆ L'obligation déclarative nouvelle pesant sur les sociétés de gestion et les holdings ISF PME permettrait à l'investisseur de bénéficier d'éléments de comparaison des pratiques de la distribution ;

---

<sup>78</sup> En pratique, d'un ajout à l'article 313-53-1 du règlement général de l'AMF, relatif aux éléments inclus dans la fiche de renseignements annuels adressée par les sociétés de gestion à l'AMF au plus tard quatre mois et demi après la clôture leur exercice.

<sup>79</sup> La fixation des obligations de transparence relève du législateur au titre des obligations civiles et commerciales (article 34 de la Constitution). Ces obligations seraient inscrites dans le corps des articles 885-0 V *bis* et 199 *terdecies* A du CGI.

<sup>80</sup> L'ordonnance du 5 décembre 2008 ne prévoit pas une indication expresse des modalités de rémunération du distributeur dans le modèle type de convention de distribution. En pratique, cependant, cette information figurait systématiquement dans les anciens modèles de convention développés par les acteurs du marché.

<sup>81</sup> Article 325-13 du Règlement général de l'AMF.

## Annexe VI

Cette obligation déclarative annuelle, et l'utilisation qui en serait faite par l'AMF, permettrait de fournir un meilleur niveau d'information au souscripteur, l'objectif étant *in fine* de générer une concurrence accrue entre les différents acteurs de la distribution, au profit de l'investisseur.

- ◆ L'obligation déclarative nouvelle pesant sur les distributeurs permettrait de remédier aux trois insuffisances majeures pesant sur le régime actuel de transparence, telles qu'exposées ci-dessus.

### 4.1.3. Inconvénients et risques de la mesure

- ◆ La publication d'informations sur les rétrocessions pourrait avoir pour conséquences le développement de pratiques anticoncurrentielles, notamment l'alignement des pratiques tarifaires ;
- ◆ L'obligation déclarative nouvelle pesant sur les sociétés de gestion et les holdings ISF PME fait peser une contrainte matérielle supplémentaire sur l'AMF, mais elle est susceptible de s'inscrire dans son plan stratégique ;

Les informations transmises par les sociétés holdings doivent pouvoir être analysées par les services de l'AMF, afin que la comparabilité offerte à l'investisseur concerne bien tous les véhicules susceptibles de lui être présentés.

La contrainte pour le régulateur de cette nouvelle prérogative doit être relativisée, dès lors que ces informations, et l'étude qui en découlerait, seraient susceptibles de lui apporter un niveau de visibilité nettement accru (concernant des pratiques de marché qui lui échappent aujourd'hui quasiment totalement).

Par ailleurs, dans son plan stratégique daté du 29 juin 2009, l'AMF indique se tenir « à la disposition des pouvoirs publics pour toute nouvelle responsabilité qu'ils voudraient lui confier afin d'assurer un meilleur contrôle de la commercialisation de produits financiers de plus en plus substituables... ».

- ◆ Les modes de pénalisation seraient hétérogènes ;

Les fonds se verraient appliquer les sanctions habituelles de l'AMF - avertissement, blâme, interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie des services fournis - alors que les holdings seraient passibles d'une amende fiscale.

Cette difficulté est cependant inhérente au fait que la nature juridique des deux produits diffère considérablement. Elle est susceptible de toucher toutes les propositions de régulation nouvelles susceptibles d'être mises en place.

- ◆ L'obligation déclarative nouvelle pesant sur les distributeurs n'étant susceptible d'intervenir qu'après réalisation de la vente du produit, son effet ne sera pas immédiat ;
- ◆ Cette obligation déclarative nouvelle conduirait à une modification de normes très récentes ;

En effet, les modalités d'information des clients actuellement applicables aux distributeurs ont été finalisées en décembre 2008 pour les PSI<sup>82</sup>. Cette mesure avait également fait l'objet d'un consensus entre l'AMF et les principales associations de CIF à la fin de l'année 2007.

Cependant, il sera utile et nécessaire d'unifier rapidement les normes applicables aux deux statuts en matière de transparence du conseil en investissement.

---

<sup>82</sup> Voir note collège de l'AMF du 9 décembre 2008.

## 4.2. Plafonner la rémunération globale des distributeurs

### 4.2.1. Description de la mesure et modalités de mise en œuvre

Dans ce scénario, les frais rétrocédés lors de la vente, puis annuellement, aux distributeurs seraient plafonnés dans leur globalité.

Ainsi, comme cela a été précisé au paragraphe 4.1 ci-dessus, aux États-Unis, un fonds, dès lors qu'il prélève une partie de ses actifs, directement ou indirectement aux fins de rémunération de la distribution doit obéir à la règle *12 b-1*. Dans ce cadre, les fonds peuvent rémunérer des intermédiaires liés ainsi que les sociétés de gestion.

Les « frais de distribution » comprennent les honoraires versés pour la commercialisation et la vente de parts des fonds, comme l'indemnisation des courtiers qui vendent des parts des fonds, la publicité, l'impression et la diffusion des prospectus aux nouveaux investisseurs, et l'impression et l'envoi des prospectus<sup>83</sup>.

Certains *12b-1 fees* peuvent inclure des « frais de service des actionnaires<sup>84</sup> », qui comprennent les honoraires versés à des personnes pour répondre aux demandes des investisseurs et fournir aux investisseurs des informations sur leurs investissements.

Par ailleurs, l'*Investment Company Act* de 1940 donne à la FINRA<sup>85</sup> (régulateur non gouvernemental né de la fusion en juillet 2007 de la NASD<sup>86</sup> et de l'organe de régulation du *New York Stock Exchange*), l'organisme professionnel en charge du contrôle des courtiers distributeurs (« *brokers-dealers* ») le pouvoir de fixer un maximum aux commissions perçues lors de la vente de parts à un investisseur. Les membres s'engagent à respecter les règles fixées par la FINRA, en signant le contrat d'adhésion, sous peine de sanctions pécuniaires.

La FINRA a ainsi fixé trois limites<sup>87</sup> :

- ◆ les *load fees* (frais d'entrée et/ou frais de sortie) ont été plafonnés à 8,5 % de la valeur moyenne des actifs ;
- ◆ les *12b-1 fees* sont plafonnés à 0,75 % du rendement sur l'actif net moyen par an ;
- ◆ les *shareholder services fees* sont plafonnés à 0,25 % des encours moyens.

Ce mécanisme de plafonnement est régi par un système d'autorégulation qui ne connaît pas d'équivalent en France, puisque aucune association professionnelle ne s'est, à ce jour, vu attribuer par l'AMF un niveau aussi élevé de compétences que celui de la FINRA.

Sur le modèle du plafonnement imposé par la FINRA relativement aux frais de distribution des *Mutual Funds*, il pourrait être envisagé de plafonner globalement, pour toute la durée de vie du fonds, ou celle de la holding ISF PME, la rémunération des distributeurs du produit.

- ◆ Mise en œuvre du principe du plafonnement ;

---

<sup>83</sup> En France, les pratiques relevées par la mission permettent d'établir que la publicité, l'impression et la diffusion des prospectus aux nouveaux investisseurs, ainsi que l'impression et l'envoi des prospectus sont actuellement à la charge des sociétés de gestion, ou des holdings ISF PME. Les *12b-1 fees* englobent donc plus de frais que la simple part des frais de gestion rétrocédés annuellement aux distributeurs.

<sup>84</sup> Appelés *Shareholders service fees*.

<sup>85</sup> *Financial Industry Regulatory Authority*.

<sup>86</sup> *National Association of Securities Dealers*.

<sup>87</sup> Source : Services économiques de New-York, contactés dans le cadre de la mission.

## Annexe VI

Le principe du plafonnement de la rémunération des distributeurs pourra résulter d'une mesure législative codifiée soit dans le CGI soit dans le code monétaire et financier. Dans la mesure où les règles qui s'imposent aux distributeurs sont codifiées dans le CMF, il apparaît envisageable de maintenir cette cohérence dans la codification et d'instaurer un mécanisme de plafonnement de la rémunération des distributeurs dans le CMF, plutôt que dans le CGI.

Par ailleurs, dès lors que le plafonnement s'appliquerait aux distributeurs, PSI ou CIF, le fait que les produits commercialisés soient des parts de fonds ou des actions de holdings ISF PME ne générerait aucune différence de traitement.

Enfin, ce plafonnement s'appliquerait à la fois aux rétrocessions sur droits d'entrée et sur frais de gestion, dès lors que l'objectif d'un plafonnement serait de limiter globalement la part de l'investissement captée par la distribution.

### ◆ Mode de détermination du plafonnement ;

Deux approches peuvent être envisagées :

- instaurer un plafonnement calculé à partir des coûts annuels de la distribution, auxquels serait ajoutée une marge bénéficiaire de pleine concurrence (méthode dite du prix de revient majoré, ou « *cost plus* » au regard des principes directeurs de l'OCDE<sup>88</sup> en matière de prix de transfert) ;

Au cas présent, si cette approche était retenue, ce plafond serait égal à zéro, dès lors qu'il a été démontré ci-dessus que les coûts postérieurs à l'acte de vente étaient, pour ce type de produits bloqués pour l'investisseur pendant une période minimale de cinq ans, nuls ou quasi-nuls. Une telle approche reviendrait donc à plafonner cette rémunération au niveau communément admis des droits d'entrée maximum, soit 5 %.

- instaurer un plafonnement du taux de rétrocession des frais de gestion, en référence à un taux usuellement admis sur le marché, pour des produits comparables (méthode du prix comparable sur le marché libre, ou « *Comparable Uncontrolled Price* »- fréquemment appelée *CUP*- au regard des principes directeurs de l'OCDE en matière de prix de transfert) ;

Compte tenu de l'attractivité fiscale du produit, du très faible niveau des coûts pour le distributeur au cours des années qui suivent l'acte de vente, et de l'absence de produits financiers réellement concurrents sur le marché (cf. § 4.3 ci-dessous), le taux le plus adéquat serait le taux le plus faible relevé sur le marché de la distribution des produits financiers proposés au grand public.

Ce taux est celui appliqué à la distribution des fonds en monétaire pur, soit un droit d'entrée de 5 %, auquel s'ajouterait une rémunération de 0,10 % par an (cf. § 3.3.1.2 ci-dessus) sur la durée de vie du produit. Ce plafond serait de ce fait situé à 5,5 % (pour un blocage de 5 ans), 5,8 % (8 ans) ou 6 % (10 ans) du montant des souscriptions initiales.

De ce fait, pour un FCPI type d'une durée de huit ans, dont les frais de gestion récurrents se situaient à 3,60 % l'impact serait de 1 % par an, sur la durée de vie du produit.

A titre d'illustration, pour un ticket moyen de 10 000 €, ce gain se situerait donc pour l'investisseur entre 334 € et 532 € sur une durée de huit ans, en fonction de l'hypothèse de rendement arrêtée.

### ◆ Autorité compétente pour arrêter un plafonnement ;

---

<sup>88</sup> Organisation de coopération et de développement économiques. Source : Les principes de l'OCDE applicables en matière de prix de transfert - publication du 18 septembre 2009.

## Annexe VI

Le principe du plafond pourrait être inséré dans la loi, et le taux arrêté annuellement par l'AMF, dans le cadre d'une norme de niveau réglementaire incluse dans le RGAMF<sup>89</sup>, ou par arrêté du ministre de l'économie et des finances.

◆ Procédure d'édiction du plafonnement ;

Selon la direction des affaires juridiques (DAJ), une consultation obligatoire de l'Autorité de la concurrence est nécessaire, en application de l'article L. 462-2 du code de commerce<sup>90</sup>.

La fixation des modalités de calcul du plafonnement des rétrocessions accordées au distributeur devra donc faire l'objet d'une consultation préalable de l'Autorité de la concurrence, dans la mesure où ce mécanisme impose des pratiques uniformes pour les distributeurs.

◆ Modes de sanction en cas de dépassement du plafond ;

La mesure pourra être sanctionnée par l'AMF, qui peut aujourd'hui prononcer deux types de sanctions :

- une sanction disciplinaire dans la mesure où il s'agit de sanctionner tout manquement aux règles de pratique professionnelle de nature à nuire à l'intérêt des actionnaires, des porteurs de parts ou des mandants ;
- une sanction administrative qui suppose un manquement au règlement de l'AMF. Ce pouvoir a pour objet d'assurer l'intégrité du marché financier et la protection des investisseurs.

Les distributeurs PSI ou CIF sont assujettis au contrôle de l'autorité des marchés financiers au titre du II de l'article L. 621-9 du CMF<sup>91</sup>. Il ressort du même article que l'AMF sanctionne les manquements aux obligations issues des dispositions législatives et réglementaires du CMF.

### 4.2.2. Avantages et impacts de la mesure

◆ le plafonnement des rétrocessions serait simple et transparent ;

Ce mécanisme permettrait d'afficher le montant de la rémunération du distributeur.

◆ le plafonnement des rétrocessions sur frais de gestion pourrait limiter les biais dans les conseils en investissement ;

Les distributeurs seraient pleinement susceptibles d'appliquer la qualité de conseil personnalisé édictée par la Directive MIF, le niveau de rétrocession attendu n'étant plus susceptible d'influencer la proposition du distributeur.

---

<sup>89</sup> Il appartient en effet à l'AMF de fixer et de contrôler les règles de bonne conduite et les obligations que doivent respecter les professionnels autorisés à fournir des services d'investissement, notamment les PSI et les CIF.

<sup>90</sup> L'article L. 462-2 du code de commerce dispose que « l'Autorité est obligatoirement consultée par le Gouvernement sur tout projet de texte réglementaire instituant un régime nouveau ayant directement pour effet : 1° De soumettre l'exercice d'une profession ou l'accès à un marché à des restrictions quantitatives ; 2° D'établir des droits exclusifs dans certaines zones ; 3° D'imposer des pratiques uniformes en matière de prix ou de conditions de vente ».

<sup>91</sup> « L'Autorité des marchés financiers veille également au respect des obligations professionnelles auxquelles sont astreintes, en vertu des dispositions législatives et réglementaires, les entités ou personnes suivantes ainsi que les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte : [...]

1° Les prestataires de services d'investissement agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France ; [...]

10° Les conseillers en investissements financiers ; ».

### 4.2.3. Inconvénients et risques de la mesure

La mise en place d'une telle disposition qui peut sembler simple dans son principe, se heurte aux inconvénients et aux effets pervers classiques de l'administration des prix. Elle pose ainsi la question de la mise en place du périmètre pertinent, de la définition du montant, ainsi que celle des modalités de contrôle et de sanction (sur ces risques, cf. annexe V sur le niveau des frais) de la mesure.

On peut également identifier les risques suivants :

- risque de disparition ou de contraction du marché ;
- risques de contournement et/ou de convergence des pratiques tarifaires ;
- risque de non répercussion par la société de gestion de la baisse des frais de distribution ;
- risques juridiques.

◆ le risque de disparition ou de contraction du marché doit être relativisé :

Ces produits ne sont, en pratique, commercialisés directement par les producteurs que de manière marginale ; il est donc primordial, pour une société de gestion ou une holding ISF PME, d'avoir accès aux réseaux de distribution des CGPI et à celui des banques et assurances. Or, le mécanisme de rétrocession récurrente des frais de gestion constitue une pratique de marché ancienne, et qui s'étend bien au-delà des produits défiscalisés du capital investissement.

Un mécanisme de plafonnement fixé à un niveau très faible pourrait avoir pour conséquence l'abandon, par les distributeurs, de la vente de produits peu rémunérateurs, au profit d'autres produits comportant des niveaux de rétrocession plus élevés.

Pour autant, plusieurs arguments viennent très largement nuancer ce risque :

- l'obligation de conseil en investissement ;
- l'attractivité fiscale du produit (cf. § 4.3.3 ci-dessous) ;
- l'existence sur le marché de produits commercialisés sans rétrocessions annuelles.

◆ le risque de contournement :

Des pratiques existent actuellement de facturation de prestations commerciales payantes, ainsi que de facturation du référencement par les distributeurs. Ces pratiques risquent de s'amplifier avec la mise en place d'un plafonnement.

◆ le risque de non répercussion par la société de gestion :

Cette dernière pourrait en effet tenter de ne pas répercuter dans les frais imputés aux clients l'effet induit par le plafonnement des frais de distribution, augmentant ainsi sa marge au détriment de l'investisseur et des PME cibles.

◆ le risque juridique est important

Selon la Direction des affaires juridiques, le plafonnement des tarifs pratiqués par les intermédiaires intervenant dans la distribution des FIP, FCPI et des holdings ISF PME pourrait ne pas être conforme au droit communautaire, ce mode de régulation étant susceptible d'être qualifié de restriction à la libre prestation de services et à la liberté d'établissement.

## Annexe VI

En effet, la jurisprudence de la Cour de justice des communautés européennes laissant à penser que toute limitation des prix défavorise les entreprises étrangères, en raison des coûts supplémentaires auxquels celles-ci sont exposées<sup>92</sup>, et doit de ce fait être qualifiée d'entrave.

Or, si un plafonnement des prix des OPCVM était qualifié d'entrave, quatre conditions devraient alors être réunies pour que la mesure échappe à une interdiction au titre des articles 43 et 49 du traité CE<sup>93</sup> :

- que la mesure s'applique de manière non discriminatoire ;
- qu'elle se justifie par des raisons impérieuses d'intérêt général ou par l'une des justifications figurant à l'article 46 du traité CE<sup>94</sup> ;
- qu'elle soit propre à garantir la réalisation de l'objectif qu'elle poursuit ;
- qu'elle n'aille pas au-delà de ce qui est nécessaire pour l'atteindre.

La Cour exige tout d'abord l'application non discriminatoire de la mesure. Un plafonnement des prix ne serait conforme à cette exigence qu'à la condition que tous les distributeurs des produits concernés soient soumis à une réglementation uniforme des prix, quel que soit leur lieu d'établissement.

Une fois cette exigence respectée, il faut encore démontrer que la mesure poursuit un intérêt général légitime et qu'elle remplit les tests « d'aptitude » (cf. troisième condition ci-dessus) et de « proportionnalité » (cf. quatrième condition ci-dessus).

A condition que la mesure ne soit pas jugée discriminatoire, diverses « raisons impérieuses d'intérêt général » pourraient être avancées :

- un objectif de lutte contre l'inflation. Cette justification a explicitement été admise par la Cour<sup>95</sup> ;
- un objectif de protection des investisseurs : dans l'arrêt *Alpine Investments* de 1995, la Cour semble avoir admis que la protection du « public investisseur » justifiait une restriction à la libre prestation de services<sup>96</sup> ;
- de manière plus générale, la protection des consommateurs et des destinataires de services constitue une raison impérieuse d'intérêt général permettant de justifier une atteinte aux articles 43 et 49 du traité CE<sup>97</sup>.

---

<sup>92</sup> L'avocat général POIARES MADURO a cité, parmi les coûts supplémentaires supportés par les entreprises étrangères, les coûts de déplacement et les coûts d'installation (voir pt 48 de ses conclusions sous l'arrêt CJCE, 18 juillet 2007, *Commission c/ Italie* (« recouvrement extrajudiciaire de créances »), aff. C-134/05, *Rec. p.* I-6251).

<sup>93</sup> Voir en ce sens, CJCE, 30 novembre 1995, *Gebhard v. Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano*, aff. C-55/94, *Rec. p.* I-4165, pt 37.

<sup>94</sup> Les justifications ne figurant pas dans le traité ne peuvent, en principe, être invoquées qu'en présence d'une mesure non discriminatoire (voir par exemple CJCE, 29 janvier 1985, *Cullet c/ Leclerc*, aff. 231/83, *Rec. p.* 305, pt 31). En conséquence, s'il était démontré que le niveau du plafond établi défavorise les entreprises étrangères – en supprimant par exemple leurs profits – seule l'une des trois raisons figurant à l'article 46 du traité pourrait être invoquée.

<sup>95</sup> CJCE, 29 novembre 1983, *Roussel Laboratoria BV*, aff. 181/82, *Rec. p.* 3849, pt 24.

<sup>96</sup> CJCE, 10 mai 1995, *Alpine Investments*, aff. C-384/93, *Rec. p.* I-1141. C'est le « maintien de la bonne réputation du secteur financier national » qui est qualifié, en l'espèce, de raison impérieuse d'intérêt général. Cette justification est cependant discutée en corrélation avec l'objectif de protection des investisseurs.

<sup>97</sup> Voir par exemple, CJCE, 4 décembre 1986, *Commission c/ Allemagne* (« Assurance »), aff. 205/84, *Rec. p.* 3755, pt 30 ; CJCE, 13 septembre 2007, *Commission c/ Italie*, aff. C-260/04, *Rec. p.* I-7083, pt 27.

## Annexe VI

D'autres justifications pourraient évidemment être avancées, la Cour refusant rarement d'ériger en intérêt digne de protection les objectifs mis en avant par les Etats membres<sup>98</sup>. Il pourrait ainsi être avancé que la mesure vise à encourager l'investissement dans les PME<sup>99</sup>, en reliant cet objectif à celui de la promotion de l'emploi<sup>100</sup>, et au développement particulièrement difficile des PME indépendantes en France.

Si la Cour discute peu de la légitimité des objectifs poursuivis par les États, en revanche, elle apprécie strictement la proportionnalité et la nécessité de la mesure au regard des objectifs poursuivis.

Selon la Direction des Affaires juridiques, il importerait donc de montrer tout d'abord que :

- les tarifs élevés pratiqués par les OPCVM affectent l'afflux de capitaux dans les fonds destinés aux PME ;
- la faiblesse des investissements dans ce type de fonds a un impact substantiel sur le financement des PME.

Une fois ce double lien de causalité établi, il conviendrait de justifier qu'il n'existe pas d'alternative au plafonnement permettant de conduire à une réduction des prix des OPCVM.

Cette démonstration ne peut passer que par un exposé des limites d'une approche uniquement ciblée sur la transparence, au regard notamment de la faible rationalité des individus face à un avantage fiscal aussi attractif, ainsi que du niveau élevé de frais constaté en dépit des normes imposées par l'AMF dans ce domaine.

En conclusion, la mesure pourrait être qualifiée d'entrave à la libre prestation de services et à la liberté d'établissement. Cette entrave pourrait cependant être jugée conforme au droit communautaire, s'il était démontré qu'elle est nécessaire pour atteindre un objectif légitime.

Au cas d'espèce, cette exigence ne pourrait être considérée comme remplie que si :

- le niveau de rémunération pratiqué par les distributeurs porte atteinte à certains intérêts généraux poursuivis par l'État : l'intérêt des investisseurs et celui du financement des PME ;

Au regard des constats effectués par la mission, cette démonstration serait aisément réalisable.

- le plafonnement des prix constituerait la seule mesure réellement efficace pour atteindre les objectifs recherchés ;

Une approche uniquement centrée sur la transparence a montré ses limites au cas particulier de ce type de produits financiers. En revanche, cela suppose de démontrer l'impossibilité d'interdire les rétrocessions qui ne sont pourtant déjà pas compatibles avec le droit existant.

La mission considère que cette condition sera très difficile à respecter.

Il importe enfin de veiller à respecter un niveau de prix raisonnable pour éviter que la mesure ne soit jugée discriminatoire (voir ci-dessus pour le mode de détermination du plafond).

---

<sup>98</sup> La liste des raisons impérieuses n'est pas fermée. La Cour de justice la complète au fil des arrêts. Il est donc possible d'avancer des justifications qui n'auraient jamais été discutées devant la Cour.

<sup>99</sup> La Cour n'a pas exclu que la promotion de l'épargne à moyen et long terme puisse justifier une restriction à la liberté d'établissement (CJCE, 5 octobre 2004, *CaixaBank France*, aff. C-442/02, *Rec.* p. I-8961, pts 19 et 23). Si une telle justification est admise, la promotion de l'investissement dans les PME semble également pouvoir être invoquée.

<sup>100</sup> Voir par exemple CJCE, 11 janvier 2007, *ITC Innovative Technology Center*, aff. C-208/05, *Rec.* p. I-181, pt 39.



#### 4.2.4. Appréciation d'ensemble

Au final, la mise en place d'un mécanisme de plafonnement de la rémunération des distributeurs présente des inconvénients majeurs (alignement des prix, risque de contournement, difficultés d'édiction du niveau du plafonnement, risque juridique), particulièrement lourds au regard des avantages escomptés, très incertains.

### 4.3. Interdire les rétrocessions sur frais de gestion en application des dispositions réglementaires transposant la directive MIF

#### 4.3.1. Description de la mesure et modalités de mise en œuvre

Pour les produits FIP, FCPI et holdings ISF PME, la mission a instruit le scénario de suppression des rétrocessions annuelles sur frais de gestion en application des dispositions réglementaires actuelles.

Deux options sont envisageables pour mieux réguler ces pratiques :

- ◆ application du règlement et sanctions des pratiques non-conformes :

L'AMF pourrait rappeler aux distributeurs PSI et CIF l'interdiction, en application de l'article 314-76 du RGAMF, de la rémunération *via* des rétrocessions pour ces produits et sanctionner ceux qui continueraient à les pratiquer. Cette mesure prendrait la forme d'une décision expresse de l'AMF, par exemple une note de précisions sur la position de l'AMF<sup>101</sup>.

Ce type d'interdiction des rétrocessions a déjà été inséré dans le règlement général de l'AMF dans une période récente<sup>102</sup>, concernant notamment les rétrocessions sur fonds de fonds.

Cette option présente toutefois deux difficultés :

- l'AMF n'a jusqu'à présent pas informé les sociétés de gestion et les distributeurs de l'incompatibilité de ces pratiques pour ces produits. Ainsi, l'interdiction représente un bouleversement important et il serait délicat de sanctionner les PSI et les CIF pour des pratiques qui étaient admises jusque là ;
  - cela pourrait introduire une incertitude sur l'application de ces dispositions pour les autres produits. Une concertation au niveau européen a été lancée dans le cadre du comité européen des régulateurs (CESR) qui devrait aboutir à la publication de recommandations d'ici la fin de l'année 2009.
- ◆ prévoir l'interdiction des rétrocessions aux distributeurs pour les FIP, les FCPI, les FCPR fiscaux et les holdings ISF PME et « Madelin<sup>103</sup> » dans le code monétaire financier<sup>104</sup> :

---

<sup>101</sup> Voir par exemple la note AMF du 15 avril 2008 sur « La commercialisation des véhicules d'investissement permettant aux particuliers redevables de l'ISF de bénéficier d'une réduction fiscale ».

<sup>102</sup> Notamment les dispositions, codifiées à l'article 411-53-1 du RGAMF, relatives aux versements de rétrocessions éventuelles de frais de gestion, ou de commissions de souscription-rachat, lors de l'investissement pour le compte d'un OPCVM dans un autre OPCVM (fonds de fonds), qui ont été adoptées le 15 avril 2005, suite au rapport Adhémar sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective, publié dans le Bulletin mensuel de la COB d'octobre 2002.

<sup>103</sup> Ces holdings n'ont pas fait l'objet d'une commercialisation comparable à celles issues de la loi TEPA, mais il paraît judicieux de les inclure dans le champ de la mesure, afin d'éviter les distorsions de statuts juridiques entre les deux mécanismes fiscaux.

<sup>104</sup> Ce texte pourrait être inséré dans « la loi de régulation bancaire et financière » annoncée par le Premier Ministre le mercredi 7 octobre 2009 à l'Assemblée nationale, qui doit être votée avant la fin de l'année 2009,

## Annexe VI

Cette option permettrait à la fois d'éviter les problèmes de la sanctions rétroactives des pratiques antérieures et de bien délimiter l'interdiction des rétrocessions aux FIP, FCPI, FCPR fiscaux et aux parts de holdings ISF-PME et « Madelin ». Elle permettrait également de viser des produits spécifiques qui n'ont pas leur équivalent en Europe sans préempter les conclusions de la consultation au sein de CESR pour les autres produits.

La modification du CMF porterait à la fois sur les dispositions relatives aux PSI<sup>105</sup>, et sur celles s'appliquant aux CIF<sup>106</sup>.

Concernant les PSI, il est proposé d'insérer après l'article L. 533-11<sup>107</sup> un article L.533-11-1, ainsi rédigé :

*« Est interdite la rétrocession de frais de gestion versés par un tiers ou par une personne agissant au nom de ce tiers, au prestataire de service d'investissement chargé de la commercialisation de fonds d'investissement de proximité mentionnés l'article L. 214-41-1 du code monétaire et financier, ou de fonds communs de placement dans l'innovation mentionnés à l'article L. 214-41 du même code, ou de fonds communs de placement à risques mentionnés à l'article L. 214-36 du même code, dont l'actif est constitué au moins à hauteur de 40 % de titres reçus en contrepartie de souscriptions au capital de sociétés exerçant leur activité ou juridiquement constituées depuis moins de cinq ans, et vérifiant les conditions prévues au 1 du I. de l'article 885-0 V bis du code général des impôts, ou de la commercialisation de parts ou actions reçus en contrepartie de souscriptions en numéraire au capital d'une société satisfaisant aux conditions définies au 3 du I. de l'article 885-0 V bis, ou au 3 du I de l'article 199 terdecies-0 A du code général des impôts ».*

Concernant les CIF, il est proposé d'insérer après l'article L. 541-4<sup>108</sup> un article L.541-4-1, ainsi rédigé :

*« Est interdite la rétrocession de frais de gestion versés par un tiers ou par une personne agissant au nom de ce tiers, au conseiller en investissements financiers chargé de la commercialisation de fonds d'investissement de proximité mentionnés l'article L. 214-41-1 du code monétaire et financier, ou de fonds communs de placement dans l'innovation mentionnés à l'article L. 214-41 du même code, ou de fonds communs de placement à risques mentionnés à l'article L. 214-36 du même code, dont l'actif est constitué au moins à hauteur de 40 % de titres reçus en contrepartie de souscriptions au capital de sociétés exerçant leur activité ou juridiquement constituées depuis moins de cinq ans, et vérifiant les conditions prévues au 1 du I. de l'article 885-0 V bis du code général des impôts, ou de la commercialisation de parts ou actions reçus en contrepartie de souscriptions en numéraire au capital d'une société satisfaisant aux conditions définies au 3 du I. de l'article 885-0 V bis ou au 3 du I de l'article 199 terdecies-0 A du code général des impôts ».*

Ces dispositions seraient applicables aux investissements réalisés à compter d'une date à définir (à la date de la présentation du texte devant les Assemblées, ou à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2010).

---

<sup>105</sup> Codifiées aux articles L. 533-1 à L. 533-24 du CMF.

<sup>106</sup> Codifiées aux articles L. 541-1 à L. 541-9 du CMF.

<sup>107</sup> L'article L. 533-11 transpose dans le CMF les dispositions de l'article 19-1 de la Directive MiFID de niveau 1 qui prévoit que les entreprises d'investissement doivent agir de manière honnête, équitable et professionnelle, qui serve au mieux les intérêts de leurs clients.

<sup>108</sup> L'article L. 541-4 1° et 2° transpose également dans le CMF les dispositions de l'article 19-1 de la Directive MiFID de niveau 1 qui prévoit que les entreprises d'investissement doivent agir de manière honnête, équitable et professionnelle, qui serve au mieux les intérêts de leurs clients.

## Annexe VI

### ◆ Modes de sanction en cas de non respect de l'interdiction :

Les distributeurs PSI ou CIF sont assujettis au contrôle de l'AMF au titre du II de l'article L. 621-9 du CMF<sup>109</sup>. Il ressort du même article que l'AMF sanctionne les manquements aux obligations issues des dispositions législatives et réglementaires du CMF.

La mesure pourra donc être sanctionnée par l'AMF, qui peut aujourd'hui prononcer deux sortes de sanctions :

- une sanction disciplinaire en cas de manquement aux règles de pratique professionnelle de nature à nuire à l'intérêt des actionnaires, des porteurs de parts ou des mandants ;
- une sanction administrative en cas de manquement au règlement de l'AMF. Ce pouvoir a pour objet d'assurer l'intégrité du marché financier et la protection des investisseurs.

Parmi les acteurs du marché rencontrés ou contactés, cinq holdings ISF PME ont déjà obtenu de se faire distribuer en ne laissant au distributeur que l'obtention du droit d'entrée qu'il avait négocié directement avec le client. Certaines sociétés de gestion ont également pu obtenir de la distribution de ne pas acquitter de rétrocessions sur frais de gestion pour ses FCPI, ou bien d'acquitter des niveaux très faibles pour les FIP (0,30 % annuels).

Ces exemples témoignent de la faisabilité de cette mesure.

### 4.3.2. Avantages et impacts de la mesure :

- ◆ la nouvelle norme ainsi introduite serait non rétroactive, ce qui permettrait d'éviter la remise en cause des pratiques observées depuis novembre 2007<sup>110</sup> et faciliterait sa mise en œuvre ;
- ◆ cette proposition s'inscrirait pleinement dans le plan stratégique de l'AMF du 29 juin 2009 qui indique, parmi ses priorités du régulateur, « *le développement de nouveaux outils de surveillance et de contrôle de la chaîne de la commercialisation des produits financiers de la compétence de l'AMF. [...] Il s'agit de détecter le plus en amont les dysfonctionnements éventuels de la chaîne de commercialisation des produits financiers tant dans les sociétés de gestion que dans les grands réseaux bancaires ou chez les conseillers en investissements financiers* ».
- ◆ une concertation au niveau européen a été lancée dans le cadre du comité européen des régulateurs (CESR) qui devrait aboutir à la publication de recommandations d'ici la fin de l'année 2009. Cette proposition permettrait de viser uniquement les produits spécifiques qui n'ont pas leur équivalent en Europe sans préempter pour autant les conclusions de la consultation au sein de CESR.
- ◆ l'impact de la mesure serait immédiat ;
- ◆ l'avantage majeur induit par une mesure de ce type serait de supprimer une part essentielle des frais pesant sur ces produits, qui se situent à des niveaux proches des 1,2 % par an du montant des souscriptions, ce qui représente, sur la durée de vie de ces produits, plus de 10 % des sommes investies par le client ;

---

<sup>109</sup>« L'Autorité des marchés financiers veille également au respect des obligations professionnelles auxquelles sont astreintes, en vertu des dispositions législatives et réglementaires, les entités ou personnes suivantes ainsi que les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte : [...]

<sup>1°</sup> Les prestataires de services d'investissement agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France ; [...]

<sup>10°</sup> Les conseillers en investissements financiers ; ».

<sup>110</sup> Date de mise en application des normes de la directive MIF.

## Annexe VI

Ainsi, la rémunération serait concentrée sur les frais de souscription, qui augmenteraient certainement, au regard du niveau moyen de 3 % observé aujourd'hui par la mission, mais dans une proportion limitée, liée au fait qu'ils sont très transparents, totalement négociables par l'investisseur, et font l'objet d'une concurrence forte.

De ce fait, pour un FCPI type d'une durée de huit ans, dont les frais de gestion récurrents se situaient à 3,60 %, l'impact serait de 1,1 % par an, sur la durée de vie du produit. A titre d'illustration, pour un ticket moyen de 10 000 €, ce gain se situerait donc pour l'investisseur entre 368 € et 564 €, en fonction de l'hypothèse de rendement arrêtée.

- ◆ par ailleurs, la suppression de la rétrocession des frais de gestion pour cette typologie de produits permet d'éviter les risques de conflits d'intérêt générés par ce mode de rémunération peu lisible pour l'investisseur. Par là même, la qualité de la prestation de conseil rendue serait accrue, et les risques de « *misselling* »<sup>111</sup>, tels qu'ils ont été détectés au Royaume Uni, notamment, seraient considérablement diminués ;
- ◆ cette disposition s'inscrirait en parallèle avec d'autres réflexions déjà menées en France et au Royaume-Uni ;
  - ce type d'évolution a déjà été proposé, en France, par Jacques Delmas-Marsalet<sup>112</sup> dans le cadre d'un rapport sur la commercialisation des produits financiers, confiée par le ministre de l'économie en 2005. Cette mission a notamment débouché sur six types de recommandations<sup>113</sup>. Parmi celles qui concernaient le niveau des frais et commissions, le rapport définissait plusieurs voies de progrès, et notamment la modification des modalités de détermination des rémunérations versées au conseiller vendeur.

Le rapport encourageait l'émergence ou le développement d'une tarification de la prestation de conseil par la voie d'honoraires directement perçus par le conseiller, qui seraient par ailleurs, tout comme les frais de garde, déductibles des revenus du patrimoine du particulier investisseur (afin de compenser la taxation à la TVA de ces honoraires), et déduits des droits de souscription des produits (afin d'atténuer la réticence des particuliers à payer le service de conseil).

- au Royaume-Uni, acteur principal sur le marché européen des produits financiers<sup>114</sup>, la FSA a ainsi lancé une réflexion sur la réorganisation du système britannique de distribution, depuis 2001, suite au rapport de Ron Sandler<sup>115</sup> ;

Ce rapport critiquait fortement l'opacité des systèmes de rétrocessions ("*commissions*") par rapport aux mécanismes de rémunération directe par l'investisseur ("*fees*") ; et il entendait ouvrir la question de la séparation ("*unbundling*") des coûts de distribution de ceux de la production.

De juin 2006 à novembre 2008, la FSA a sollicité l'opinion des acteurs de l'industrie de la distribution de produits financiers aux particuliers afin d'identifier des solutions.

En novembre 2008, la FSA a publié le résultat de ces recherches et débats, sous la forme d'un ouvrage intitulé « *The retail distribution review* ».

Les propositions présentées dans cet ouvrage sont débattues depuis juin 2009<sup>116</sup>, dans le cadre d'une grande consultation des différents acteurs du marché, dans la perspective d'une mise en œuvre effective pour décembre 2012.

---

<sup>111</sup> En d'autres termes de « ventes abusives » ou « inadaptées », qui se sont produits chez les « *Financial advisers* » britanniques à la fin des années 1990, ainsi que dans certains réseaux bancaires français.

<sup>112</sup> Membre du collège de l'AMF et ancien président de la Commission de contrôle des assurances.

<sup>113</sup> Op. cit. note de bas de page n° 63.

<sup>114</sup> Source : services « mission économique » de la DGTPE consultés par la mission.

<sup>115</sup> « *Review of Medium and Long-term Retail Savings* » de Ron Sandler, de juin 2001.

## Annexe VI

Trois mesures ont été identifiées comme fondamentales, car destinées à modifier et améliorer les relations entre les consommateurs et les professionnels :

- améliorer la visibilité pour les consommateurs sur les caractéristiques des différents types de services, et sur ce qui les distingue ;
- imposer des normes professionnelles plus strictes ;
- réduire les conflits d'intérêt inhérents à la pratique des rémunérations octroyées par les fournisseurs, et améliorer la transparence du coût de tous les services de conseil pour les consommateurs.

Sur ce dernier point, le rapport propose d'éliminer l'influence des fournisseurs de produits sur la rémunération de conseiller, ceux-ci étant incités à fixer directement leurs frais de conseil.

La *FSA* propose ainsi de renforcer l'indépendance de la fonction de conseil des intermédiaires financiers, les *IFA*<sup>117</sup>, en élargissant la catégorie de produits auxquels s'applique l'obligation d'indépendance via la création d'une catégorie nouvelle plus large (les « produits d'investissement de détail »). Elle souhaite faire en sorte que les entreprises fournissant des services de conseil indépendant formulent des recommandations s'appuyant sur une analyse plus complète et plus juste du marché, non biaisée par les relations avec les producteurs.

Partant du constat que le système actuel ne prévient pas le risque de conflits d'intérêts dans lequel les intermédiaires sont incités à proposer certains produits en fonction de la rémunération sous-jacente, la *FSA* souhaite mettre un terme au système de rétrocessions au profit d'un système de rémunération reposant sur une tarification agréée entre l'intermédiaire et le client.

La *FSA* pose le principe que les intermédiaires financiers doivent être rémunérés par les clients pour les frais d'intermédiation. Elle entend proscrire les rétrocessions sur frais de gestion à l'initiative des producteurs, pour la part qui dépasse les frais d'intermédiation calculés par la société de conseil financier.

La *FSA* n'entend pas pour autant imposer le principe exclusif d'un paiement direct des frais d'intermédiation par le client : elle laisse ouverte la possibilité d'un paiement par prélèvement auprès du gestionnaire de produit (« *advisers charges deducted from the client's investment* ») qui serait clairement distinct d'une rétrocession, en ce sens que la rétrocession n'est pas explicitement consentie par le client et ne correspond pas à une simple modalité de paiement alternative.

Cependant, ce paiement par déduction de l'investissement du client reste encadré : il doit demeurer optionnel, faire l'objet d'un consentement explicite du client et ne pas être mis en avant comme argument de vente dans la politique commerciale du producteur.

Au final, les flux financiers des producteurs aux intermédiaires devront être strictement limités à ce mode de paiement alternatif pour le client. L'objectif est *in fine* que l'établissement financier ne rémunère plus l'*IFA* et n'incite plus ce dernier à conseiller des produits pour des raisons autres que leur qualité intrinsèque.

---

<sup>116</sup> La consultation sera close le 31 octobre 2009.

<sup>117</sup> *Independent Financial Advisers*.

## Annexe VI

La FSA n'entend par ailleurs pas non plus être excessivement prescriptive sur la structure de frais pratiqués par les distributeurs (frais fixes, tarification horaire, pourcentage du fonds investi) à condition que les frais ne varient pas de manière excessive selon les commissions que les intermédiaires sont habitués à recevoir aujourd'hui de certains producteurs, ou selon le type de produit distribué ou la structure de tarification d'un produit<sup>118</sup>.

### 4.3.3. Inconvénients et risques de la mesure :

- ◆ le risque de contournement :

Il arrive que les distributeurs facturent des prestations commerciales payantes, bien des actions de référencement. Ces pratiques pourraient s'amplifier avec l'interdiction des rétrocessions.

Pour autant, à ce jour, ces pratiques de référencement se situent à de très faibles niveaux (moins de 0,6 % du montant de la souscription, cf. § 3.1.1.1 ci-dessus), très éloignés du volume que représentent actuellement les frais de distribution.

- ◆ un risque de non répercussion par la société de gestion ou la holding, qui majorerait ainsi ses marges, doit être envisagé :

Ce risque pourrait être limité si les règles de transparence proposées par ailleurs par la mission étaient adoptées (cf. annexe IV, relative à la transparence des frais). En effet, dans ce cas le niveau des frais de gestion récurrents serait clairement exposé dans les documents d'information.

- ◆ il s'agit d'une remise en cause ponctuelle d'un mode de rémunération généralisé :

Cette pratique de marché est en effet répandue dans l'Europe entière<sup>119</sup>, ce qui explique le dispositif *Inducements* prévu par l'article 26 de la directive d'application de la MIF, destiné à encadrer leur pratique.

Cependant, la proposition effectuée par la mission ne vise pas à remettre en cause cette forme de rémunération dans son principe, mais uniquement à tirer les conséquences d'une pratique inadaptée aux spécificités des produits financiers type FCPI, FIP et holdings ISF PME.

- ◆ le risque de désaffection pour le produit de la part des distributeurs est très limité :

Ces produits ne sont, en pratique, commercialisés directement par les producteurs que de manière marginale ; il est donc primordial, pour une société de gestion ou une holding ISF PME, d'avoir accès aux réseaux de distribution des CGPI et à celui des banques et assurances. Or, le mécanisme de rétrocession récurrente des frais de gestion constitue une pratique de marché ancienne, et qui s'étend bien au-delà des produits défiscalisés du capital investissement.

La conséquence d'une suppression de la part de rémunération des distributeurs constituée par la rétrocession des frais de gestion pourrait donc résider dans l'abandon, par les distributeurs, de la vente de produits faiblement rémunérateurs, au profit d'autres produits comportant des niveaux de rétrocession plus élevés.

Pour autant, plusieurs éléments permettent de penser que ces produits continueront à être distribués malgré la disparition des rétrocessions annuelles :

---

<sup>118</sup> La FSA reconnaît qu'il peut être de l'intérêt, notamment fiscal (les honoraires de conseil étant déductibles du revenu global des particuliers au Royaume Uni), de certains investisseurs de procéder ainsi.

<sup>119</sup> Notamment au Royaume Uni (à ce jour), en Italie, en Espagne, au Luxembourg, en Suisse et en Belgique. Source : services « mission économique » de la DGTPE consultés par la mission.

## Annexe VI

- le risque que les distributeurs décident de ne plus référencer ces produits est peu crédible. Compte tenu de la puissance de l'avantage fiscal et de l'absence de produits substituables, les distributeurs continueront à proposer ces produits pour satisfaire la demande d'une clientèle à la recherche de défiscalisation ;

Rares sont en effet les produits qui proposent un système aussi incitatif à l'entrée (constitué d'une réduction d'impôt sur l'IR ou l'ISF), la plupart des produits, prévoyant plutôt un mécanisme d'exonération des produits réalisés par ces instruments, et des plus-values réalisées par les actionnaires ou les porteurs de parts.

Cette attractivité décroît certes avec l'étendue de l'avantage accordé<sup>120</sup>, mais elle demeure forte, du fait de cette spécificité.

En matière d'ISF, ce risque est très faible, compte-tenu du fait qu'il n'existe pas de mécanisme comparable de réduction d'impôt pour les autres produits présentant un avantage fiscal, même non financiers.

Pour les FIP et FCPI ne permettant d'obtenir qu'une réduction sur l'IR, en revanche, le risque n'est pas nul, étant donné que l'attractivité de l'avantage fiscal accordé est moindre, au regard de celui sur l'ISF, et qu'il existe plusieurs produits présentant des caractéristiques proches, également très compétitifs en terme d'impact de défiscalisation.

Parmi ceux-ci, on peut citer les souscriptions au capital des SOFICA<sup>121</sup>, des SOFIPECHE<sup>122</sup>, les souscriptions au capital des SCPI<sup>123</sup>, les souscriptions aux parts de groupements forestiers ou de sociétés d'épargne forestière (SEF)<sup>124</sup>.

Or, ces cinq produits ont à ce jour une portée bien plus faible, en termes de dépense fiscale, que celle des FIP et FCPI.

En effet, les SOFICA sont des produits de faible volume, qui s'adressent en priorité aux forts revenus, qui doivent être agréés par l'administration fiscale qui limite à un plafond annuel d'environ 60 M€<sup>125</sup> les agréments accordés, ce qui restreint fortement l'offre faite au public.

Les SOFIPECHE sont des produits qui n'ont pas connu de développement, et qui ne génèrent aucune dépense fiscale (l'AMF n'en a pas agréé en 2008<sup>126</sup>).

Il en est de même des parts de SEF ou de groupements forestiers.

---

<sup>120</sup> Soit une réduction d'impôt de 75 % pour les holdings ISF PME, ou une réduction de 50 % du même impôt, mais uniquement sur la part éligible pour les FIP et FCPI, à laquelle est susceptible de s'ajouter la réduction de 25 % sur l'IRPP, pour la part éligible non encore utilisée.

<sup>121</sup> Une réduction d'impôt de 40 % (plafonnée à 7 200 € par an) ou de 48 % (plafonnée à 8 640 € par an) s'applique aux souscriptions réalisées jusqu'au 31 décembre 2011 dans le capital des SOFICA (sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle) agréées.

<sup>122</sup> Une réduction d'impôt de 40 % (plafonnée à 7 600 € par an pour une personne célibataire, 15 200 € pour un couple) s'applique aux souscriptions réalisées jusqu'au 31 décembre 2011 dans le capital des SOFIPECHE (Sociétés de Financement de la Pêche Artisanale) agréées.

<sup>123</sup> Une réduction d'impôt dite « réduction Scellier » de 25 % (pour les souscriptions réalisées en 2009 et 2010), et de 20 % (pour les souscriptions réalisées en 2011 et 2012), s'applique aux souscriptions réalisées dans le capital de sociétés civiles de placement immobilier répondant à certaines conditions, et dans la limite annuelle de 300 000 €. Cette réduction d'impôt est étalée sur neuf années.

<sup>124</sup> Une réduction d'impôt de 25 % (plafonnée à 1 425 € pour un célibataire, 2 850 € pour un couple) s'applique aux souscriptions ou acquisitions en numéraire réalisées jusqu'au 31 décembre 2013 de parts de groupements forestiers ou de sociétés d'épargne forestière.

<sup>125</sup> 63,07 M€ pour 2009. Source : Centre National de la Cinématographie.

<sup>126</sup> Source : site internet de l'AMF « Visas délivrés sur SOFIPECHE ».

## Annexe VI

Quant aux parts de SCPI qui permettront de bénéficier du dispositif Scellier, leur développement ne peut pas encore être anticipé. Ces produits comportent une caractéristique d'illiquidité supérieure à celle des FIP et FCPI (neuf années de blocage fiscal contre cinq pour les fonds), et leur attractivité fiscale immédiate est moindre, puisque la réduction d'impôt, bien que de même niveau (25 % du montant des souscriptions) est étalée sur neuf années, alors qu'elle est immédiate pour les fonds.

L'attractivité fiscale des FIP et FCPI permettant d'obtenir une réduction d'IR reste donc supérieure à celle des autres produits comparables.

Enfin, les autres produits présentant des avantages fiscaux en matière d'IR ne sont pas comparables, car les tickets moyens sont considérablement plus élevés (comme les investissements immobiliers), ou parce qu'ils ne génèrent pas d'avantage fiscal à l'entrée (comme les contrats d'assurance-vie).

**Tableau 7 : Niveaux de dépense fiscale par type de réduction d'impôt sur l'IRPP**

Type de réduction	Année de création	Dépense fiscale estimée 2010 (M€)	Dépense fiscale 2009 (M€)	Dépense fiscale 2008 (M€)	Nombre de bénéficiaires en 2007
Déduction des souscriptions en numéraire au capital de sociétés agréées ayant pour objet le financement de la pêche artisanale (SOFIPECHE)	1997	0	0	0	ND
Réduction d'impôt au titre de la souscription de parts de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)	1996	100	110	160	92 600
Réduction d'impôt au titre de la souscription de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP)	2003	60	70	75	44 080
Réduction d'impôt au titre des souscriptions en numéraire, réalisées entre le 1er janvier 2006 et le 31 décembre 2008, au capital de sociétés anonymes agréées ayant pour seule activité le financement d'oeuvres cinématographiques ou audiovisuelles (SOFICA)	2006	25	25	30	6 760
Réduction d'impôt sur le revenu pour investissements, travaux forestiers et gestion de parcelles forestières jusqu'au 31 décembre 2013	2001	3	4	5	3 980
Réduction d'impôt au titre de la souscription de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) investis dans les entreprises corses	2006	8	8	7	2 380
Réduction d'impôt sur le revenu en faveur de l'investissement locatif du 1er janvier 2009 au 31 décembre 2012 dans les zones présentant un déséquilibre entre l'offre et la demande de logements (sous conditions de loyer) : Dispositif SCELLIER	2008	30	0	0	0

*Source : Projet de loi de finances pour 2010. Voies et moyens.*



## Annexe VI

- les dispositions de la MIF imposent une obligation de conseil au PSI (et partant, au CIF), à laquelle il ne peut se soustraire, et qui est à ce titre contrôlée par les services de l'AMF ;

Une prestation de conseil en investissement consiste en la fourniture de recommandations personnalisées à un client, c'est-à-dire présentées comme étant adaptées à cet investisseur ou fondées sur l'examen de sa situation propre.

Un PSI ou un CIF ne peut donc échapper à l'obligation de présenter à ses clients les produits financiers type FCPI, FIP et holdings ISF PME, dès lors qu'ils sont adaptés à sa situation fiscale et patrimoniale.

- l'impact sur les profits des distributeurs sera faible, ces produits ne constituant qu'une faible part de leurs ressources.

En effet, le ticket moyen de ces produits est faible : environ 10 000 € pour les fonds, 20 000 € pour les holdings ISF PME. Dès lors, la baisse de rémunération sera modérée pour les distributeurs, pris isolément, alors que la demande demeurera forte, du fait de l'attractivité particulièrement élevée des produits.

### 4.3.4. Appréciation d'ensemble

Cette proposition permettrait, concernant les FIP, FCPI et holdings ISF PME, de respecter les normes juridiques qui encadrent aujourd'hui les modalités de rémunération des distributeurs, notamment celles mises en place par l'article 26 de la directive d'application de la MIF. Elle présente de ce fait une garantie juridique supérieure à celle que pourrait offrir un mécanisme de plafonnement.

En outre, le fait que les droits d'entrée resteront librement fixés par le producteur et le distributeur, préalablement à leur négociation avec l'investisseur, garantit que les prix pourraient correspondre effectivement à la valeur des prestations rendues par les distributeurs. Les distributeurs conserveront également la possibilité de facturer à leur client des honoraires de conseil.

Toutefois, cette disposition pourrait renforcer la tendance déjà constatée au sein des grands réseaux (banques et assurances) de ne placer que les produits de leur société de gestion. L'existence de réseaux de distribution concurrents, comme les conseillers en gestion de patrimoine, et la montée en puissance des courtiers en ligne sont de nature à limiter ce risque.

Cette mesure constitue de ce fait la solution la plus équilibrée économiquement et juridiquement, afin de parvenir à l'objectif qui a été confié à la mission de s'assurer que les frais de gestion facturés correspondent bien à la prestation fournie, sans effet d'éviction de l'avantage fiscal consenti.