

JUILLET 2022

**RAPPORT SUR LES TRAVAUX DU
GROUPE DE TRAVAIL SUR LA FIN
DE VIE DES FONDS DE CAPITAL
INVESTISSEMENT**

AVANT-PROPOS

La durée de vie des fonds de capital investissement à destination des clients particuliers est régulièrement dépassée pour de multiples raisons ce qui engendre un impact tant pour les investisseurs que pour les sociétés de gestion. Ce rapport vise à apporter des solutions à cette problématique.

Il est le résultat des travaux du Groupe de travail (GT) que j'ai eu l'honneur de présider. J'ai souhaité que la composition de ce GT soit représentative de toutes les parties prenantes sur cette problématique. Ainsi représentants des épargnants, sociétés de gestion, dépositaires, commissaires aux comptes et avocats ont composé ce groupe, ainsi que quatre membres du collège de l'AMF.

Pendant deux mois nous avons travaillé à un rythme soutenu et je remercie tous les membres du GT ainsi que les équipes de l'AMF pour leur implication et leur disponibilité. Les associations professionnelles concernées ont contribué à enrichir les travaux. Par les expertises réunies, nous avons pu traiter ce sujet complexe sous différents angles et proposer des solutions tant au niveau législatif, réglementaire qu'opérationnel. Certaines pourraient être mises en place rapidement, d'autres dépendront des calendriers législatifs ou nécessiteront des travaux de place complémentaires.

Que les particuliers puissent participer au financement des jeunes sociétés au travers de fonds de capital investissement est essentiel. Et cette participation doit se faire dans les conditions de sécurité, de transparence et d'efficience sur toutes les périodes de la vie de ces fonds et surtout au moment de leur fin de vie programmée. Ce rapport avec les propositions qu'il contient s'efforce de répondre aux enjeux de protection des épargnants.

Muriel FAURE

TABLE DES MATIERES

Introduction	4
1. Présentation du groupe de travail	5
2. Présentation des fonds de capital investissement	5
2.1 Présentation du capital investissement	5
2.2 Présentation du cadre réglementaire applicable à la fin de vie des fonds de capital investissement	6
3 Situation des fonds de capital investissement ouverts à une clientèle non professionnelle et des sociétés qui les gèrent.....	8
4 Propositions du groupe de travail	11
4.1 Périmètre d'application	11
4.2 Un cadre réglementaire plus robuste.....	12
4.2.1 Fixer dans la loi le cadre applicable à la liquidation des fonds de capital investissement	12
4.2.2 Rendre la pré-liquidation obligatoire sauf exceptions justifiées	12
4.2.3 Clarifier les modalités de liquidation envisageables	13
4.3 Les ressources financières allouées à la gestion de la fin de vie des fonds de capital investissement	14
4.4 L'information des porteurs de parts.....	16
4.4.1 Informations précontractuelles.....	16
4.4.2 Informations durant la vie du fonds (y compris la période de liquidation).....	17
4.5 La supervision par l'Autorité des Marchés Financiers	18
4.6 Lever les freins à la liquidation dès la conception des fonds	18
4.6.1 Déplafonner dans certains cas la durée de vie des fonds de capital investissement.....	19
4.6.2 Aligner les règles de fonctionnement des FIP et des FCPI sur les règles de fonctionnement des FCPR	19
4.7 La gestion du passif	20
4.7.1 Imposer le paiement des distributions par virement	20
4.7.2 Mieux informer les sociétés de gestion sur les moyens existants pour réussir les campagnes de rétablissement du lien avec les porteurs de parts personnes physiques	20
4.7.3 Envisager la possibilité de consignation des sommes ne pouvant être restituées	21
4.7.4 Modifier le mode de détention au terme de la durée de détention fiscale	21
4.8 La création d'un mécanisme de place pour la liquidation des fonds en situation spéciale	21
4.8.1 S'assurer que les fonds de capital investissement ne puisse pas se retrouver sans dépositaire	22
4.8.2 Prévoir un dispositif de communication pour accompagner la reprise de fonds en liquidation par une nouvelle société de gestion.....	22
4.8.3 Prévoir un cadre législatif permettant à l'AMF de gérer les situations spéciales	22
4.9 Autres propositions.....	23
Annexe 1 - Statistiques sur les fonds de capital investissement ouvert à une clientèle non professionnelle ayant dépassé leur durée de vie	24
Annexe 2 – Article relatif à l'arrivée à échéance des fonds de capital investissements agréés du 22 avril 2008	25
Annexe 3 – Trame type de la lettre aux porteurs à adresser aux investisseurs lors de l'entrée en liquidation d'un fonds de capital investissement.....	27

INTRODUCTION

De nombreux fonds de capital investissement (FCPR, FIP, FCPI, FPCI...) rencontrent des difficultés pour respecter leur durée de vie, dont le respect est de la responsabilité de la société de gestion de portefeuille du fonds. Première cause de ces difficultés, leurs sociétés de gestion de portefeuille peinent à céder les différentes participations dans de bonnes conditions, et dans un calendrier compatible avec les engagements de durée pris lors du lancement du fonds ainsi qu'avec les dispositions législatives et réglementaires en la matière.

La recherche d'acquéreurs pour les participations détenues par un fonds arrivant à échéance doit être engagée par la société de gestion avec un double objectif de respect de la durée de vie du fonds et de cession au meilleur prix. Cette équation peut être complexe à respecter lorsque les fonds détiennent des participations dans des sociétés en difficulté ou pour lesquelles le cycle de création de valeur n'est pas achevé (situation fréquemment rencontrée pour les fonds investissant dans les biotechs par exemple).

En date du 31/12/2021, sur 562 fonds de capital investissement ouverts aux investisseurs non professionnels (FIP, FCPI et FCPR), l'on comptait 239 fonds qui avaient dépassé leur durée de vie, parfois de plusieurs années. Au 31/12/2020, ce ratio s'élevait à 253 fonds pour 569 fonds vivants.

Ces situations soulèvent de nombreuses interrogations de la part des épargnants au moment où la démocratisation de l'accès au capital investissement s'érige comme une priorité tant par les autorités publiques que par les professionnels. Ainsi, la plateforme Epargne Info Service a enregistré, entre 2018 et avril 2021, 69 demandes sur le sujet de la durée de vie des fonds de capital investissement. Le médiateur de l'AMF a fait état d'un nombre assez significatif de démarches de porteurs concernant l'information délivrée sur ces fonds et la non restitution des sommes investies à l'échéance prévue (78 dossiers sur les 170 dossiers de médiation concernant le capital investissement sur la période 2017-2020).

Outre les questions d'information des épargnants, la fin de vie des fonds de capital investissement soulève aussi des problématiques pour les sociétés de gestion, les encours devenant le plus souvent non contributifs alors même qu'ils nécessitent une mobilisation de moyens importante, ce qui peut dans certains cas amener la société de gestion à ne pas être en mesure d'affecter les moyens nécessaires à cette phase, au détriment du service fourni aux épargnants.

Face à ces enjeux et comme annoncé dans ses priorités d'action pour 2022, l'Autorité des marchés financiers (ci-après « l'AMF ») souhaite adapter le cadre réglementaire de la fin de vie des fonds de capital investissement.

Dans cette perspective, l'AMF a annoncé le 23 février 2022 la création d'un groupe de travail sur le sujet de la fin de vie des fonds de capital investissement ouverts à une clientèle non professionnelle. L'ambition de ce groupe de travail est de proposer une adaptation du cadre réglementaire de la fin de vie des fonds de capital investissement qui permette de traiter les différents enjeux soulevés en matière de protection des épargnants tout en s'assurant de la continuité du service fourni par les sociétés de gestion spécialisées dans la gestion de fonds de capital investissement pour des clients particuliers.

Le présent rapport vise à présenter les propositions formulées par le groupe dans cet objectif.

1. PRESENTATION DU GROUPE DE TRAVAIL

Le groupe de travail désigné par l'AMF est présidé par Muriel Faure, membre du Collège et constitué de représentants du Collège de l'AMF, des différents professionnels impliqués (sociétés de gestion, dépositaires, commissaires aux comptes et avocats) ainsi que des épargnants.

Il est composé de la manière suivante :

- Muriel Faure, présidente du groupe de travail, membre du Collège de l'AMF, et Présidente de la commission consultative gestion et investisseurs institutionnels de l'AMF
- Charles Keller, membre du Collège de l'AMF et Vice Président de la commission consultative épargnants de l'AMF
- Patrick Suet, membre du Collège de l'AMF et et Président de la commission consultative Opérations et information financières des émetteurs de l'AMF
- Hervé Chappuy, BPSS
- Emmanuel Courant, Pearl Capital, membre de la commission consultative gestion et investisseurs institutionnels de l'AMF
- Emmanuelle Corcos, Ernst and Young
- Carine Echelard, CACEIS, membre de la commission consultative gestion et investisseurs institutionnels de l'AMF
- Jean-François Filliatre, membre de la commission consultative épargnants de l'AMF.
- Marc Guittet, 123 Investment Managers
- Sylvianne Guyonnet, Eurazeo Investment Managers
- Stéphane Puel, Gide, membre de la commission consultative gestion et investisseurs institutionnels de l'AMF
- Frederic Sellam (et Sarah Kressman Floquet), PWC, membre de la commission consultative gestion et investisseurs institutionnels de l'AMF
- Sarah Taubira, RSM
- Vivien Trocherie, SGSS
- Antoine Valdes, Eiffel Investment Group

Marie-Christine Caffet et Jacqueline Eli-Namer, membres du Collège, ont également apporté leur concours aux travaux du groupe de travail tout comme les associations professionnelles de la gestion d'actifs.

2. PRESENTATION DES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

2.1 PRESENTATION DU CAPITAL INVESTISSEMENT

Le capital investissement se définit comme la prise de participations en capital dans des entreprises généralement non cotées (sans que cela n'exclut l'investissement dans des sociétés cotées). Cet investissement peut intervenir à différents stades de maturité de l'entreprise (création, développement, transmission ou lorsqu'elle rencontre des difficultés) et supporte un risque élevé, en particulier de perte en capital, contrepartie d'un rendement potentiel plus important et d'une fiscalité favorable.

L'investissement en capital investissement peut s'effectuer en direct ou via un fonds dont la gestion est assurée par une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF. Parmi les fonds de capital investissement, il convient de distinguer les fonds communs de placement à risques, les FCPR¹ (dont les FCPI² – fonds commun de placement

¹ les FCPR sont investis en titres d'entreprises non cotées en bourse à hauteur de 50 % minimum

² les FCPI sont investis en titres de sociétés innovantes non cotées en bourse à hauteur de 60 % minimum

dans l'innovation - et les FIP³ – fonds d'investissement de proximité - sont des catégories) qui s'adressent à une clientèle non professionnelle et les fonds professionnels de capital investissement, notamment les FPCI, qui s'adressent à une clientèle professionnelle ou assimilée (c'est-à-dire qu'ils sont accessibles dès 100 000 euros).

Le capital investissement joue un rôle de premier ordre dans le financement de l'économie et pourrait être amené à prendre une place de plus en plus importante dans l'épargne de long terme des investisseurs particuliers notamment via l'assurance vie, l'épargne salariale et l'épargne retraite. Ainsi, si pendant longtemps, l'accès au capital investissement pour les particuliers s'est limité à l'investissement dans des FIP et dans des FPCI dont la fiscalité est favorable, la loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises, dite loi PACTE, comprenait un volet visant à faciliter l'accès au capital investissement pour les investisseurs particuliers en dehors de ces dispositifs fiscaux en particulier via l'assurance vie et l'épargne retraite (éligibilité des FPCI aux contrats d'assurance vie en unités de compte, augmentation des plafonds d'investissement en fonction du profil des investisseurs, éligibilité des fonds de capital investissement aux PER notamment). L'objectif étant à la fois de dynamiser la performance de l'épargne long terme des investisseurs particuliers mais également d'orienter les capitaux vers le financement de l'économie réelle.

2.2 PRESENTATION DU CADRE REGLEMENTAIRE APPLICABLE A LA FIN DE VIE DES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Les textes régissant les FCPR fixent notamment le cadre applicable à la fin de vie des fonds de capital investissement. Ainsi, l'article L. 214-28 du code monétaire et financier, dispose en son VII. que « *Les porteurs de parts ne peuvent demander le rachat de celles-ci avant l'expiration d'une période qui ne peut excéder dix ans. Au terme de ce délai, les porteurs de parts peuvent exiger la liquidation du fonds si leurs demandes de remboursement n'ont pas été satisfaites dans le délai d'un an* ». L'article R. 214-40 du même code indique par ailleurs qu'un FCPR peut rentrer en phase de pré-liquidation après l'ouverture du sixième exercice⁴. Des dispositions analogues s'appliquent aux FPCI et aux FIP⁵. L'entrée en pré-liquidation doit faire l'objet d'une information de l'AMF et des autorités fiscales. L'article R. 214-41 du code monétaire et financier précise le mode de fonctionnement du FCPR pendant la période de pré-liquidation en particulier s'agissant de la composition de l'actif du fonds.

Le non-respect de la durée de vie des fonds n'a pas d'incidence sur l'avantage fiscal obtenu qui est conditionné à la conservation des parts de fonds pendant une période d'au moins 5 ans.

Le règlement général de l'AMF précise que les éléments sur la fin de vie des fonds sont décrits dans une instruction de l'AMF (articles 422-120-1 à 422-120-14 du règlement général).

L'instruction AMF DOC-2011-22, « *Procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un règlement et information périodique des fonds de capital investissement* », précise que la liquidation d'un FCPR comprend trois étapes :

- La première étape, facultative, correspond à la période de pré-liquidation. Elle vise à préparer la cession à venir des actifs du portefeuille en prenant en compte la nature des titres détenus en portefeuille tout en respectant la maturité des placements effectués⁶. En pratique, la période de pré liquidation permet à la société de gestion de ne plus respecter une partie des ratios réglementaires et fiscaux⁷ en contrepartie d'une fermeture des souscriptions (hors réinvestissement des porteurs existants le cas échéant). Cette étape nécessite une information préalable de l'AMF ainsi qu'une information particulière des porteurs de parts.

³ Les FIP sont investis dans des PME régionales non cotées en bourse à hauteur de 60 % minimum

⁴ Hors réinvestissement

⁵ Respectivement, articles R. 214-54 et R. 214-70 du code monétaire et financier.

⁶ Le [règlement-type figurant en annexe VII de l'instruction 2011-22](#) précise (i) les conditions d'ouverture de la pré-liquidation (art. 25.1) et (ii) les conséquences de son ouverture (art. 25.2).

⁷ L'article R.214-40 du code monétaire et financier stipule en son 2° que « [...], le quota de 50 % figurant au I de l'article L. 214-28 peut ne plus être respecté et les II et III de l'article R. 214-36 ne s'appliquent pas ».

- La deuxième étape consiste à prendre la décision de dissoudre le FCPR, c'est-à-dire à décider de mettre un terme à son existence. Cette étape est soumise à l'agrément préalable de l'AMF et nécessite une information particulière des porteurs de parts.
- La troisième étape est la liquidation qui comprend la réalisation des actifs du portefeuille et le remboursement des porteurs de parts du FCPR. Cette étape fait l'objet d'un rapport du commissaire aux comptes sur la bonne réalisation des opérations de liquidation.

La position-recommandation DOC-2012-11, « *Guide relatif au fonds de capital investissement* », consacre une partie à la gestion de la fin de vie des fonds de capital investissement et précise notamment que :

- Le fait de ne pas respecter la durée de vie des fonds de capital investissement n'est pas dans l'intérêt des porteurs⁸ – sur ce point spécifique, il est important de souligner que la Commission des sanctions de l'AMF a considéré, dans une décision du 14 décembre 2012, que le seul fait de dépasser la durée de vie d'un fonds ne constituait pas en soi un manquement, faute de rapporter la preuve que des porteurs avaient demandé la liquidation forcée du fonds à la suite d'un refus de remboursement⁹ ;
- Le processus de cession des actifs du fonds doit être initié suffisamment tôt afin de respecter l'échéance fixée dans le règlement du fonds ;
- Les transferts de participation entre deux fonds de capital investissement réalisés dans le cadre de la fin de vie d'un fonds de capital investissement doivent être réalisés dans l'intérêt des porteurs de l'entité cédante et de l'entité cessionnaire et dans des conditions de valorisation adaptées.

Le même document recommande également que la société de gestion diminue fortement les frais de gestion une fois le processus de liquidation du fonds engagé, a fortiori en cas de dépassement de la durée de vie, à l'instar des pratiques de Place sur les fonds professionnels de capital investissement (FPCI).

Enfin, le règlement des fonds doit également décrire les principales étapes de la fin de vie des fonds et la manière dont la société de gestion entend gérer cette période. A ce titre, l'annexe VII de l'instruction AMF-DOC-2011-22 intitulée « *Règlement type* », prévoit que le règlement des fonds de capital investissement agréés prévoit a minima les éléments suivants s'agissant de leur fin de vie :

- Une information sur la politique de prélèvement des frais 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 ;
- Un article sur la période de pré-liquidation décrivant les conditions de l'entrée en pré-liquidation ainsi que les conséquences de la pré-liquidation pour les porteurs ;
- Un article sur la dissolution du fonds et les conditions dans lesquelles elle est rendue obligatoire (à titre d'exemple, si l'actif devient inférieur à 300K€ pendant une période de 30 jours consécutives) ;
- Un article sur la liquidation du fonds. Cet article mentionne notamment qui prend en charge les opérations de liquidation (la société de gestion ou toute personne désignée en justice) et précise que le commissaire aux comptes et le dépositaire assument leurs fonctions jusqu'à la fin des opérations de liquidation.

⁸ Position-recommandation 2012-11 : « [la SGP] engage sa responsabilité dès lors qu'elle n'agit pas dans l'intérêt des porteurs de parts, par exemple en prorogeant la période de liquidation au-delà de la durée de vie prévue dans le règlement ».

⁹ Décision de la Commission des sanctions du 14 décembre 2012 à l'égard de la société X, anciennement dénommée INNOVEN PARTENAIRE SA et de MM. WALTER MEIER, GILLES THOUVENIN et THOMAS DICKER qui mentionne que « considérant qu'il ne saurait être déduit de l'article L. 214-36 7 précité, visé au soutien de la notification de griefs, que le remboursement des porteurs intervenu plus de dix ans après la création du FPCI suffirait à constituer un manquement, alors que la loi n'offre à ces derniers que la faculté d'« exiger la liquidation » du fonds, faculté subordonnée, au surplus, à la condition que « leurs demandes de remboursement (n'aient) pas été satisfaites dans le délai d'un an » suivant l'expiration de la période durant laquelle ils ne pouvaient, sauf convention contraire, « demander le rachat » »

3 SITUATION DES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT OUVERTS A UNE CLIENTELE NON PROFESSIONNELLE, ET DES SOCIETES QUI LES GERENT

En date du 31/12/2021, sur 562 fonds de capital investissement ouverts aux investisseurs non professionnels (FIP, FCPI et FCPR) l'on comptait 239 fonds qui avaient dépassé leur durée de vie gérés par 44 sociétés de gestion de portefeuille. L'amplitude de ce dépassement est assez variable et va de quelques mois à 12 ans¹⁰. Au 31/12/2020, ce ratio s'élevait à 253 fonds ayant dépassé leur durée de vie sur 569 fonds vivants.

En pratique, les raisons de ces dépassements sont multiples. L'on peut notamment citer :

- La non anticipation de la liquidation du fonds par les sociétés de gestion de portefeuille alors que les participations sont, par nature, peu liquides et donc difficiles à céder rapidement,
- La présence en portefeuille de participations en procédure collective (redressement ou liquidation judiciaires),
- L'investissement dans des secteurs d'activités pour lesquels les cycles de création de valeur sont longs et pas toujours compatibles avec l'horizon d'investissement de fonds de capital investissement ouverts à une clientèle non professionnelle (comme les biotechs),
- La perte de contact avec les porteurs de parts des fonds,
- Plus récemment, l'impact de la crise sanitaire en particulier sur les secteurs du tourisme et de l'hôtellerie.

Dans le cadre de l'instruction des dossiers d'agrément de dissolution des fonds, différentes solutions ont pu être présentées par les sociétés de gestion et acceptées par les services de l'AMF s'agissant de la gestion de la fin de vie de ces fonds :

- La cession des lignes résiduelles à la société de gestion du fonds ou à une société du groupe, que cela soit directement ou indirectement par l'intermédiaire d'un organisme de placement collectif (OPC) dédié à recevoir ces lignes (fonds de défaillance). Dans ce cas de figure, les cessions peuvent, selon les sociétés de gestion, être assorties de clauses de retour à meilleure fortune¹¹, notamment lorsqu'elles sont réalisées pour un euro symbolique ou réalisées sur la base d'une valorisation établie par deux experts indépendants. Le transfert à un euro symbolique avec clauses de retour à meilleure fortune est réservé aux sociétés en situation particulière (redressement ou liquidation judiciaires).
- La cession à un autre véhicule de gestion collective¹². Dans ce cas, la société de gestion doit justifier de l'intérêt des fonds cédants et cessionnaires et s'assurer des conditions de valorisation en sollicitant notamment l'avis de deux experts indépendants, dont l'un peut être le commissaire aux comptes des fonds.

Soulignons que la mise en place de clauses de retour à meilleure fortune soulève des réticences de la part de certains acteurs notamment pour les raisons suivantes :

- En matière de tenue du passif dans la mesure où la société de gestion doit maintenir un registre des porteurs de parts. En effet, et bien que ses fonds soient détenus sous une forme nominative (éventuellement administré) dans un registre tenu par la SGP et opposable à l'administration, la constitution et la tenue de ce registre sont en pratique le plus souvent déléguées par la société de gestion à un tiers (souvent le dépositaire du fonds) ;
- En matière de fiscalité pour les porteurs, les éventuelles distributions n'étant pas effectuées par le fonds, il existe une incertitude quant au traitement fiscal applicable.

S'agissant des frais de gestion, comme indiqué précédemment, la position-recommandation DOC-2012-11 recommande que les sociétés de gestion diminuent fortement les frais prélevés sur les fonds ayant dépassé leur durée de vie. En pratique, ces encours deviennent ainsi non contributifs, et peuvent venir ainsi créer ou aggraver

¹⁰ Les dépassements dont l'amplitude est la plus importante sont suivis par la Direction Agrément et Suivi qui échange régulièrement avec les acteurs sur la situation des participations restants en portefeuille. Le nombre de fonds par durée de dépassement et d'autres éléments statistiques sont présentés en annexe 1 de la présente note.

¹¹ La clause de retour à meilleure fortune permet aux investisseurs malgré la dissolution du fonds de se voir distribuer ultérieurement d'éventuels produits de cession.

¹² Il peut s'agir d'un placement collectif ou d'une autre forme de véhicule (SCR par exemple)

un problème d'équilibre financier de la société de gestion, situation peu propice à l'allocation de moyens et de temps aux fonds en fin de vie, et rendant de facto impossible la reprise de ces fonds par une SGP tierce dans les cas extrêmes, du fait de l'absence de tout intérêt économique pour un éventuel repreneur.

L'analyse des données dont dispose l'AMF montre qu'il existe une corrélation élevée entre le nombre de fonds ayant dépassé leur durée de vie et l'équilibre financier des sociétés de gestion. Ainsi, parmi les sociétés de gestion gérant des fonds ayant dépassé leur durée de vie, certaines se trouvent dans une situation financière délicate, ces difficultés pouvant revêtir diverses formes : baisse du chiffre d'affaires, situation de défaut de fonds propres voire dans les cas les plus extrêmes de cessation des paiements. Il s'agit essentiellement de sociétés de gestion spécialisées dans la gestion de fonds dits fiscaux qui ont dû réinventer leur business model à la suite de la suppression de l'impôt sur la fortune (la réduction offerte sur l'impôt sur le revenu en cas de souscriptions de parts de FIP ou FCPI ne permettant pas à elle seule de drainer des montants d'épargne suffisants pour pérenniser cette activité). Ces situations sont problématiques du point de vue de la protection des investisseurs dans la mesure où les difficultés rencontrées par ces sociétés de gestion sont susceptibles d'avoir un impact sur les moyens affectés aux travaux de liquidation des fonds, voir d'affecter la continuité du service fourni aux investisseurs.

Ces enjeux de pérennité du service fourni par les sociétés de gestion ne sont pas les seuls enjeux en matière de protection des investisseurs. Ainsi, la fin de vie des fonds de capital investissement, notamment ouverts aux investisseurs non professionnels, fait partie des sujets de préoccupations des épargnants pour lesquels la direction des relations avec les épargnants et de leur protection (via la plateforme Epargne Info Service - EIS) et la médiation de l'AMF sont régulièrement saisies. Ces saisies portent à la fois sur différents sujets tels que le dépassement de la durée de vie, les mauvaises performances ainsi que l'absence de transparence sur le processus de liquidation des fonds. Ainsi, la plateforme EIS a enregistré, entre 2018 et avril 2021, 69 demandes sur le sujet de la durée de vie des fonds de capital investissement (dépassement de cette dernière ou mise en œuvre par la société de gestion des facultés de prorogation prévues par les documents constitutifs). Quant au médiateur de l'AMF, il a fait état d'un nombre assez significatif de démarches de porteurs concernant l'information délivrée sur ces fonds et la non restitution des sommes investies à l'échéance prévue (78 dossiers sur les 170 dossiers de médiation concernant le capital investissement sur la période 2017-2020). Enfin, le rapport 2020 du médiateur de l'AMF appelait de ses vœux « *une réflexion sur une comparaison avantages/inconvénients d'une meilleure information, dès la souscription, par exemple, dans le DICI ou le bulletin de souscription des porteurs, n'excluant pas le risque de circonstances exceptionnelles d'une liquidation très longue de leur investissement pour que [le risque de dépassement de la durée de vie réglementaire du FCPI/FIP] puisse être mieux pris en compte* »¹³. A noter que, et bien que cela soit plus rare, l'AMF est parfois saisie par des investisseurs professionnels sur ce sujet de la fin de vie des fonds. Ces diverses sollicitations portent généralement sur le manque d'information ou sur les frais prélevés.

En résumé, les principales difficultés rencontrées dans le cadre de la gestion de la fin de vie des fonds de capital investissement ouverts à une clientèle non professionnelle sont :

- Un cadre réglementaire peu développé pour les fonds ayant atteint leur échéance de liquidation: une fois les prolongations prévues par les règlements des fonds échues, les fonds peuvent toujours détenir des participations que la société de gestion n'est pas parvenue à céder. Un strict respect des échéances pourrait amener la société de gestion à essayer de transférer ces positions à d'autres de fonds qu'elle gère. Cela soulèverait des problèmes de démonstration de l'intérêt des porteurs du fonds acheteur à procéder à cette opération et de valorisation de ces participations qui par définition n'ont pas trouvé preneur, au moins à des conditions non ou peu décotées. Cela pourrait également amener la société de gestion à céder ses dernières participations à des prix fortement décotés en invoquant l'échéance du fonds, ce qui respecterait à la lettre la durée du fonds, mais tout en n'étant pas toujours dans l'intérêt patrimonial des porteurs de parts.

¹³ Rapport 2020 du médiateur de l'AMF, p. 35.

- La qualité de l'information délivrée aux investisseurs : la qualité des informations précontractuelles a été renforcée dès 2008 à la suite d'une étude réalisée sur la fin de vie des premiers fonds de capital investissement qui avait montré que l'information délivrée aux investisseurs au moment de la souscription était insuffisante car elle mettait l'accent uniquement sur la durée de blocage fiscale et non sur la durée de vie du fonds. Cette étude avait donné lieu à la publication d'un article par l'AMF en 2008¹⁴ qui visait à renforcer l'information délivrée au moment de la souscription. Depuis cette date, la durée de vie prévue, ainsi que les possibilités de prorogation, sont mentionnées de manière explicite dans les documents précontractuels (le DICI et le règlement des fonds ainsi que la brochure commerciale mentionnent en particulier la durée de la phase d'investissement, la date estimée d'entrée en liquidation et la date à laquelle le processus de liquidation sera terminé). En revanche, les informations communiquées aux investisseurs post souscription sont souvent parcellaires et donnent peu d'information sur la situation des fonds et les motifs pouvant conduire à un dépassement de la durée de vie (et des prorogations initialement possibles).
- L'absence d'équation économique pour les sociétés de gestion de portefeuille en charge des opérations de liquidation : les frais prélevés par les sociétés de gestion de portefeuille sont généralement élevés en début de vie du fonds, avec notamment des droits d'entrée visant à rémunérer un éventuel réseau de distribution, mais aussi des frais de gestion pris au cours de la vie normale du fonds. Lors de l'entrée en liquidation, les fonds présentent à la fois un actif net qui se réduit du fait des cessions intervenues et des distributions partielles¹⁵ que les fonds effectuent au profit de leurs porteurs, alors que dans le même temps la position-recommandation DOC-2012-11 recommande aux SGP d'adapter leur frais de gestion en phase de liquidation (et que la majorité d'entre elles vont plus loin en renonçant purement et simplement au prélèvement de frais de gestion dans cette phase). De ce fait, s'il devait survenir un événement rendant nécessaire le transfert de la gestion de ces fonds à une nouvelle société de gestion (par exemple en cas de retrait d'agrément ou de procédure collective visant la société de gestion en titre¹⁶), la reprise des fonds ne présenterait pas d'intérêt économique pour un éventuel reprenneur (d'autant que le fonds serait toujours débiteur de frais de gestion dus à la société de gestion de portefeuille), alors que le travail de cession de participations et le travail administratif afférent peut s'avérer conséquent et donc constituer une charge financière significative. Dans le pire des cas (mise en liquidation judiciaire de la SGP), les fonds pourraient se retrouver en déshérence, en l'absence d'intérêt à agir pour le reprenneur ou de mécanisme ordonné de solidarité de place entre acteurs¹⁷.
- Insuffisance des ressources financières de la société de gestion : du fait de l'illiquidité des actifs détenus par les fonds, leur capacité à régler leurs frais de fonctionnement (rémunération de la société et des différents prestataires des fonds notamment) au moment où ceux-ci deviennent exigibles peut être compromise, et notamment dans les dernières années de vie du fonds, si la SGP n'a pas conservé de volant de liquidités suffisant et/ou si la cession d'une partie des actifs du fonds s'avérait impossible. Outre un

¹⁴ Cf. annexe

¹⁵ Les articles R.214-41 (applicable aux FCPR), R.214-54 (applicable aux FCPI) et R.214-72 (applicable aux FIP) du code monétaire et financier prévoient que : « Pendant la période de pré-liquidation, le fonds : (...) 3° Ne peut détenir à son actif à compter de l'ouverture de l'exercice qui suit celui au cours duquel est ouverte la période de pré-liquidation que (...) b) **Des investissements réalisés aux fins du placement des produits de cession de ses actifs et autres produits en instance de distribution au plus tard jusqu'à la clôture de l'exercice suivant celui au cours duquel la cession a été effectuée ou les produits réalisés et du placement de sa trésorerie à hauteur de 20 % de la valeur liquidative du fonds.** ». Par ailleurs, le Bulletin Officiel des Finances Publiques du 12 septembre 2012 au paragraphe 120, « Le fonds doit distribuer également au plus tard à la clôture de l'exercice suivant celui de l'entrée en pré-liquidation les revenus ou produits de cession en instance de distribution à l'ouverture de la période de pré-liquidation ».

¹⁶ Pour illustration, situation de la société de gestion Nestadio Capital, en liquidation judiciaire sans poursuite d'activité depuis le 21 décembre 2021. <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/lamf-informe-sur-la-mise-en-liquidation-de-la-societe-de-gestion-de-portefeuille-nestadio-capital>

¹⁷ En cas d'impossibilité pour la société de gestion d'assurer ses fonctions de liquidateur, l'article L.214-24-45 du code monétaire et financier permet la désignation d'un liquidateur tiers par le président du tribunal judiciaire de Paris sur saisine du président de l'AMF.

problème potentiel de trésorerie au niveau de la SGP, cette situation peut, dans des cas extrêmes, déboucher sur un non-respect des obligations de placement des fonds propres de la SGP en actifs liquides voire sur une situation de cessation des paiements de la société de gestion qui ne pourrait rendre liquide une créance de frais de gestion sur les fonds. Il est important de souligner que cette situation a été accentuée par la récente réforme fiscale¹⁸ qui pousse les acteurs, dans le but de maximiser l'avantage fiscal, à investir les fonds à hauteur de 100% en titres éligibles au quota¹⁹.

- **Risque de non mise à jour des informations de contact des porteurs** : la réglementation fiscale impose que les fonds de capital investissement soient détenus sous une forme nominative (éventuellement administré) dans un registre tenu par la SGP opposable à l'administration fiscale, avec des obligations déclaratives à la charge de la société de gestion visant à s'assurer que les contraintes fiscales sont bien respectées, en particulier pour les fonds (FCPI, FIP) ayant donné droit à un avantage fiscal aux porteurs au moment de leur souscription. Le risque de non mise à jour par le client de ses coordonnées en cas de changement (mail, adresse postale, téléphone) est donc plus important que pour des OPC détenus au porteurs sur un compte titre ouvert dans un établissement de crédit agréé. Ceci peut générer des situations de « N'habite pas à l'adresse indiquée » pouvant compliquer, voire empêcher la liquidation ordonnée de certains fonds, faute de disposer d'un cadre réglementaire relatif aux avoirs en déshérence détenus par les fonds en l'absence de teneur de compte.

4 PROPOSITIONS DU GROUPE DE TRAVAIL

Il ressort de ce constat la nécessité de renforcer le cadre réglementaire des fonds dépassant leur échéance statutaire ou réglementaire. Cette section vise ainsi à présenter les 19 propositions du groupe de travail dont l'objectif affiché est de renforcer la protection des investisseurs, notamment via des mesures permettant aux fonds de respecter les échéances affichées à l'origine, et répondant aux difficultés présentées ci-avant. En outre, face à un objectif affiché de démocratiser l'accès au capital investissement, il est d'autant plus important d'apporter des réponses aux inquiétudes des épargnants.

Les propositions du groupe de travail sont décrites ci-dessous par thématique et relèvent de différents niveaux de normes (modification du code monétaire et financier, du règlement général de l'AMF, de la doctrine ou de la pratique). S'agissant des modifications du code monétaire et financier, il s'agit naturellement de propositions faites au législateur.

4.1 PERIMETRE D'APPLICATION

Comme indiqué ci-avant, les propositions du groupe de travail formulées dans le présent rapport visent à adresser les difficultés rencontrées dans le cadre des opérations de liquidation des fonds ouverts à une clientèle non professionnelle (FCPR dont FIP et FCPI) et exclut donc (sauf mention contraire) les fonds professionnels de capital investissement (FPCI).

Par ailleurs et s'agissant du périmètre d'application, les différentes propositions vont trouver à s'appliquer, en fonction des cas, aux nouveaux fonds uniquement ou à l'ensemble des fonds (qu'ils soient existants, en cours de création ou à créer). Pour les propositions relevant d'un véhicule législatif, le groupe de travail trouve pertinent que ce dernier précise, pour chaque mesure, le périmètre d'application.

¹⁸ Le décret no 2020-1014 du 7 août 2020 a modifié le taux de réduction d'impôt offert lors de la souscription de parts de FIP ou FCPI et en a également modifié l'assiette de calcul. Ainsi, si avant cette date la réduction d'impôt était calculée sur la base du montant de la souscription, après la publication du décret, l'assiette de calcul est devenu le montant effectivement investi en titres éligibles au quota fiscal.

¹⁹ Le quota correspond à la portion de l'actif investi en titres de sociétés non cotées et qui sert de base de calcul à l'avantage fiscal

4.2 UN CADRE REGLEMENTAIRE PLUS ROBUSTE

Comme mentionné ci-avant, le cadre réglementaire relatif à la fin de vie des fonds de capital investissement est peu prescriptif. Pour répondre à ce constat, le groupe de travail propose trois mesures dont l'objectif est de clarifier les obligations des sociétés de gestion en la matière mais également de fluidifier les opérations de liquidation.

4.2.1 FIXER DANS LA LOI LE CADRE APPLICABLE A LA LIQUIDATION DES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Comme mentionné ci-avant, les règles encadrant la fin de vie des fonds de capital investissement figurent essentiellement dans une position-recommandation. Les échanges au sein du groupe de travail ont conclu en la nécessité de clarifier davantage le cadre applicable à cette étape clé de la vie des fonds de capital investissement en particulier ceux ouverts à une clientèle non professionnelle.

Proposition n° 1 :

Le groupe de travail propose de dédier un sous paragraphe du code monétaire et financier à la fin de vie des fonds de capital investissement dans l'objectif d'inscrire au niveau législatif les obligations incombant aux sociétés de gestion s'agissant de la gestion de la fin de vie des fonds de capital investissement et d'en fixer les modalités . Ce sous paragraphe serait commun aux différents types de fonds capital investissement ouverts à une clientèle non professionnelle (FCPR, FIP, FCPI).

En pratique, cette section devrait notamment :

- Introduire une obligation de moyen renforcée visant à préciser que la société de gestion doit tout mettre en œuvre pour que le fonds soit liquidé à l'échéance prévu dans son règlement ;
- Fixer les modalités de réalisation des distributions aux porteurs (a minima annuelle....) ;
- Fixer les obligations d'information de la société de gestion à l'égard des porteurs de parts ;
- Fixer les pouvoirs du liquidateur (qu'il s'agisse de la société de gestion ou d'une personne désignée en justice en application de l'article L.214-24-45 du code monétaire et financier).

En terme de périmètre d'application, cette proposition a vocation à s'appliquer à l'ensemble des fonds de capital investissement ouverts à une clientèle non professionnelle (existants, en cours de création et à créer).

4.2.2 RENDRE LA PRE-LIQUIDATION OBLIGATOIRE SAUF EXCEPTIONS JUSTIFIEES

Comme présenté ci-avant, la fin de vie des fonds de capital investissement peut être divisée en trois étapes successives, la pré-liquidation (étape facultative permettant de préparer les opérations de liquidation), la décision de dissolution (étape obligatoire soumise à l'agrément préalable de l'AMF) puis la liquidation.

Proposition n°2 :

Le groupe de travail propose de modifier les articles R.214-35, R.214-40 (applicable aux FCPR), R.214-47, R.214-53 (applicable aux FCPI), R.214-65 et R.214-71 (applicable aux FIP) afin de rendre la période de pré-liquidation obligatoire sauf exception justifiée et de fixer sa durée à une année minimum.

L'objectif de cette proposition est d'éviter les situations où les sociétés de gestion de portefeuille ne débuteraient véritablement leurs travaux visant à céder leurs participations qu'à l'approche de la date d'échéance du fonds prévue à l'origine, rendant son respect plus difficile.

Proposition n°3:

En outre, et pour renforcer l'efficacité de la pré-liquidation, il est proposé d'amender les mêmes articles afin de permettre aux sociétés de gestion de déroger aux ratios de dispersion des risques, respectivement listés aux II des articles R.214-36 (applicable aux FCPR), R.214-48 (applicable aux FCPI) et R.214-66 du code monétaire et financier durant cette période.

En terme de périmètre d'application, ces propositions s'appliqueraient aux nouveaux fonds ainsi qu'aux fonds existants à l'exception de ceux ayant déjà ouvert une période de pré-liquidation ou étant en liquidation au moment de la parution du décret.

4.2.3 CLARIFIER LES MODALITES DE LIQUIDATION ENVISAGEABLES

Les échanges au sein du groupe de travail ont mis en exergue le besoin pour les acteurs de disposer d'une liste de solutions pour la gestion des participations dites de *fonds de cuve*.

Proposition n°4

Afin de faciliter la mise en œuvre des actions nécessaires pour la fin de vie des fonds de capital investissement, le groupe de travail propose de compléter la position-recommandation DOC-2012-11, « Guide relatif aux fonds de capital investissement et aux fonds professionnels de capital investissement », afin d'y ajouter une partie présentant les options qui s'offrent aux sociétés de gestion de portefeuille ainsi que leurs conditions de mises en œuvre en fonction de la situation des participations détenues dans le fonds en cours de liquidation en particulier les participations n'ayant pas trouvé acquéreur.

Cette section aura donc une vocation pédagogique à destination des acteurs qui disposeront ainsi d'une boîte à outils pour la liquidation des dernières participations détenues.

Avant de présenter ces différentes options, il est rappelé que les modalités de sortie doivent être, lorsque cela est possible, prévues dès l'investissement par le fonds par exemple via la négociation de clauses dédiées dans les pactes d'actionnaires ou tout autre mécanisme ayant le même effet et que le portefeuille doit être construit dans l'objectif de respecter la durée de vie du fonds (et donc avoir un cycle de création de valeur compatible avec cette dernière).

Voici les différentes options proposées par le groupe de travail pour accélérer la liquidation des dernières participations détenues par les fonds :

- **Le recours à des fonds dits de continuation :**

Les fonds de continuation sont des véhicules qui ont pour objet d'acquérir des titres de participations détenues par d'autres fonds existants en fin de vie généralement souscrits par des investisseurs professionnels. Dans ce cadre, ces fonds recherchent des participations viables ayant un potentiel de rendement ou des perspectives de revalorisation. Il s'agit donc d'une modalité de cession qui peut être envisagée pour des participations qui n'ont pas achevé leur cycle de création de valeur.

Dans le cas où le fonds de continuation serait géré par la même société de gestion que le fonds cédant, celle-ci est tenue d'appliquer les règles prévues par le règlement de déontologie des sociétés de gestion de portefeuille intervenant dans le capital investissement²⁰ en matière de transfert de participations qui prévoit en particulier, qu'elle devra vérifier et documenter l'intérêt des fonds cédants et cessionnaires et s'assurer des conditions de valorisations dans lesquelles l'opération est réalisée.

- **Le recours à des fonds dits successeurs :**

Les fonds successeurs sont des fonds de nouvelles générations lancés par la même société de gestion ayant une stratégie d'investissement similaire. Il s'agit d'une option pertinente pour des participations

²⁰<https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2022/01/Reglement-de-deontologie.pdf>

ayant un potentiel ou des perspectives de revalorisation mais qui ont besoin de nouveaux financements pour poursuivre leur développement (sur lequel elles peuvent par exemple avoir pris du retard par rapport aux anticipations de la société au moment de l'investissement).

Ce cas de figure est d'ores-et-déjà encadré par le règlement de déontologie des sociétés de gestion de portefeuille intervenant dans le capital investissement précité qui traite des transferts de participations.

■ Le maintien en vie du fonds :

Dans certains cas de figure limitatifs (garantie de passif octroyée par le fonds dans le cadre d'une cession, attente d'un complément de prix ou encore certains cas de litige), il apparaît dans l'intérêt des investisseurs de maintenir le fonds en vie bien que sa durée de vie soit dépassée.

Dans ce cas de figure, il est indispensable que la société de gestion informe de manière régulière les porteurs de parts de la situation et s'assure que les sommes distribuables l'aient été au moment de la fin de vie théorique du fonds.

■ Le recours à une structure de défaisance :

La structure de défaisance est une société, qui n'est pas un FIA, dont l'objet est d'accueillir les participations des fonds en fin de vie. Il s'agit d'une solution qui peut être envisagée pour les situations dans lesquelles la valeur résiduelle probable des actifs est faible, par exemple des participations en situations d'irrecouvrabilité (procédures collectives) ou de participations faisant l'objet d'un litige long et pour une proportion limitée du montant total des souscriptions. Les structures de défaisance peuvent être constituées sous forme de filiale de la société de gestion du fonds en fin de vie ou être géré par un tiers.

Le transfert d'une participation à une structure de défaisance peut être réalisé dans les conditions alternatives suivantes :

- Transfert pour une valeur symbolique avec clause de retour à meilleure fortune (lorsque la structure de défaisance est une filiale de la société de gestion),
- Transfert à une valeur établie par l'intervention de deux experts indépendants.

Dans tous les cas, la société de gestion devra veiller à bien documenter l'absence de solutions alternatives (absence de prix alternatif pendant une durée donnée, éléments probants justifiant des actions mises en œuvre pour trouver une possibilité de sortie), le prix de transfert ainsi que les potentiels conflits d'intérêts liés à l'opération.

Lorsque la structure de défaisance est une filiale de la société de gestion, le programme d'activité de cette dernière doit en décrire les caractéristiques ainsi que les conditions pour y transférer une participation (montant maximal de la valeur de la ligne, conditions de fixation de la valeur de transfert, condition d'information des investisseurs, durée de la clause de retour à meilleure fortune et conditions de mise en œuvre, procédure de maintien à jour des informations relatives aux investisseurs).

4.3 LES RESSOURCES FINANCIÈRES ALLOUÉES À LA GESTION DE LA FIN DE VIE DES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Avant de présenter la proposition du groupe de travail s'agissant des ressources financières allouées à la gestion de la fin de vie des fonds de capital investissement, il semble important de rappeler quelles sont les règles en la matière.

Depuis 2012, et en application des dispositions de l'article 199 terdecies-0 A du code général des impôts, les frais et commissions de gestion et de commercialisation supportés par les souscripteurs de fonds dits fiscaux (FIP et FCPI) sont encadrés par les articles D.214-80 et suivants du code monétaire et financier. Ainsi, l'article D214-80-1 liste les catégories de frais existants sur ces fonds à savoir les droits d'entrée et de sortie, les frais récurrents de gestion et de fonctionnement, les frais de constitution, les frais de fonctionnement non récurrents liés à l'acquisition, au suivi et à la cession des participations ainsi que les frais de gestion indirects.

En pratique, cette catégorisation de frais est la même pour l'ensemble des fonds de capital investissement agréés (FCPR, FIP et FCPI). L'instruction AMF 2011-22²¹ a repris ces catégories pour l'ensemble des fonds susvisés dans un souci d'harmonisation et de comparabilité des produits entre eux.

En outre, pour les FIP et les FCPI, les frais pouvant être prélevés sur la durée de vie sont plafonnés dans les conditions fixées par l'article D.214-80-10 du code monétaire et financier²².

En pratique, lors de la structuration des produits, la société calibre le prélèvement des frais de gestion en fonction de la durée fixée par le règlement du fonds et se retrouve donc, en cas de dépassement de la durée, dans l'incapacité de prélever des frais de gestion compte tenu du plafonnement des frais mentionné ci-dessus. Si l'absence de prélèvement de frais de gestion en cas de dépassement de la durée de vie d'un fonds semble logique du point de vue des épargnants, cette absence d'équation économique met en péril l'équilibre financier des sociétés de gestion et peut conduire à la mise en liquidation judiciaire de la société avec le risque que les fonds se retrouvent en déshérence.

Le groupe de travail a donc réfléchi à une solution permettant au liquidateur des fonds, que ce soit la société de gestion d'origine, ou un tiers, de disposer des ressources nécessaires pour financer les opérations de liquidation tout en tenant compte des éléments suivants :

- Absence d'augmentation des frais pour les porteurs ;
- Impact limité sur le TRI des fonds ;
- Bonne articulation avec la rémunération des distributeurs (en cas de rétrocessions notamment) ;
- Bonne articulation avec les règles de plafonnement des frais (pour les FIP et les FCPI).

Proposition n°5 :

Le groupe de travail propose, sans augmentation du plafond de frais applicable aux FIP et FCPI, la création d'une nouvelle catégorie de frais, les frais de liquidation, qui doit correspondre à une quote-part des actuels frais de gestion et qui est destinée à rémunérer les opérations de liquidation.

Cette proposition vise, à coût total constant pour les investisseurs, à éviter les situations où tous les frais de gestion seraient perçus durant les premières années de la vie du produit, créant potentiellement des difficultés de financement des travaux de liquidation proprement dits. Elle consiste en l'obligation de provisionner des frais de liquidation, qui seront acquis au liquidateur du fonds, quel qu'il soit²³, tout en intégrant ces provisions dans le plafond de frais actuels, et donc d'en différer la perception par rapport à la situation actuelle.

Ces frais de liquidation, d'un montant minimum s'élevant à 2% du montant total des souscriptions initiales, devront être provisionnés à compter de l'ouverture de la période de pré-liquidation du fonds. Une poche d'actifs sans risque devra être constituée à l'actif du fonds face à cette provision au moment des premières cessions effectuées à compter de l'entrée en pré-liquidation. La provision de frais de liquidation pourra être libérée progressivement à compter de l'entrée en liquidation, au rythme des cessions réalisées et sous le contrôle du commissaire aux comptes, avec un plancher de 50% de la provision minimum qui ne pourra être perçue qu'à la clôture des opérations de liquidation (post émission par le commissaire aux comptes du rapport sur la liquidation du fonds).

Situation actuelle :

²¹ Annexe VII de l'instruction AMF-DOC-2011-22 intitulée « Règlements type »

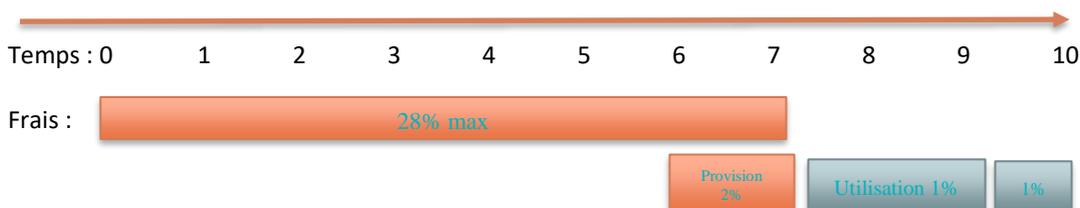
²² Le montant des frais et commissions mentionnés au deuxième alinéa du VII de l'article 885-0 V bis du code général des impôts imputés au titre d'un même versement mentionné aux 1 à 3 du I ou au 1 du III du même article ne peut excéder l'un des plafonds suivants exprimés en pourcentage du versement :

- a) 30 % au total sur la durée de l'investissement ;
- b) 5 % perçus directement ou indirectement auprès des entreprises cibles des investissements et auprès de toute personne physique ou morale qui leur est liée, au sens des articles L. 233-3, L. 233-4 et L. 233-10 du code de commerce ;
- c) 12 % pendant les trois premières années suivant le versement ;
- d) 3 % par an à compter de la quatrième année suivant le versement.

²³ Le liquidateur nommé sera dans la plupart des cas la société de gestion mais pourra également être toute autre personne désignée conformément à l'article L.214-24-45 du code monétaire et financier.



Proposition n°5 :



Cette proposition répond à l'ensemble des objectifs susmentionnés en ce sens qu'elle permet de financer les opérations de liquidation sans augmenter les frais pour les porteurs et en ayant un impact limité sur le TRI compte tenu de la mise en place tardive de la poche d'actifs sans risque. Dans le cas, le plus fréquent, où la société de gestion à l'origine de la création du fonds assure jusqu'au bout les opérations de liquidation, l'impact pour cette société de gestion serait limité à un différé de perception de ces frais. Dans les autres cas, le nouveau liquidateur disposera de ressources financières dument provisionnées pour assurer sa mission.

La mise en œuvre de cette proposition nécessiterait des modifications de nature différentes en fonction du véhicule (FCPR vs FIP/FCPI) et pourrait être réalisée en deux temps :

- Pour les FIP et les FCPI, une modification de l'article D.214-80-1 du code monétaire et financier permettrait de créer la catégorie des frais de liquidation et de renvoyer au règlement général de l'AMF s'agissant des modalités de fonctionnement desdits frais.
- Pour les FCPR, il conviendrait de prévoir une accroche législative permettant de décliner la création des frais de liquidation dans un décret qui renverrait au règlement général de l'AMF pour les modalités de fonctionnement desdits frais.

En terme de périmètre d'application, cette proposition concernerait les nouveaux fonds ainsi que les fonds n'ayant pas encore atteint la fin de la durée de détention fiscale.

4.4 L'INFORMATION DES PORTEURS DE PARTS

En matière d'information des porteurs de parts, les propositions du groupe de travail portent tant sur l'information précontractuelle que sur l'information délivrée pendant la durée de vie du fonds, incluant sa phase de liquidation proprement dite.

4.4.1 INFORMATIONS PRECONTRACTUELLES

S'agissant de l'information délivrée aux investisseurs avant la souscription, la position-recommandation DOC-2012-11, guide relatif aux fonds de capital investissement et aux fonds professionnels de capital investissement, précise que, dans le cadre de la commercialisation des fonds de capital investissement, une information claire, exacte et non trompeuse implique que :

- Le règlement du fonds précise la durée de vie du fonds et les conditions dans lesquelles les distributions de produits de cession d'actifs seront effectuées, au regard, le cas échéant, des dispositions applicables à la période de pré-liquidation ;

- Le règlement prévoit quelles sont les dispositions envisagées par la société de gestion pour respecter cette durée de vie (durée maximale estimée de la phase d'investissement, date estimée d'entrée en liquidation, date à laquelle le processus de liquidation du portefeuille sera terminé) ;
- Les documents commerciaux soient cohérents avec les informations contenues dans le DICI et le règlement du fonds. Ceci implique, notamment, qu'ils s'abstiennent de mettre en avant la durée de blocage liée à l'avantage fiscal (5 ans dès lors que la durée de vie du fonds est supérieure), et qu'ils mentionnent de façon explicite la durée prévue de blocage des sommes investies.

Proposition n°6

Le groupe de travail propose de compléter la position-recommandation DOC-2012-11 susmentionnée s'agissant des conditions à remplir pour que l'information soit considérée comme claire, exacte et non trompeuse en mentionnant :

- **Le risque de dépassement de la durée de vie du fonds. A titre d'illustration, les services de l'AMF se sont vu proposer des avertissements mentionnant ce risque comme suit : « *Compte tenu du caractère non coté et non liquide des actifs du fonds, la société de gestion pourrait être amenée à décider qu'il est dans l'intérêt des porteurs de proroger la durée du fonds au-delà de la date prévue et dans les conditions prévues au règlement.* »**
- **Pour les sociétés n'ayant pas respecté la durée de vie d'au moins 50% des fonds qu'elle gère/a géré au cours des 10 dernières années, un avertissement dans la documentation commerciale mentionnant de manière claire le fait que la société de gestion n'a dans le passé pas respecté la durée de vie prévue des fonds : « *L'AMF attire l'attention des souscripteurs sur le fait que la société de gestion n'est pas parvenue à achever dans les délais affichés initialement la liquidation d'au moins 50% des fonds qu'elle gère/a géré au cours des 10 dernières années.*»**

En terme de périmètre d'application, cette proposition serait applicable aux FCPR (y compris FIP et FCPI) en création ou en cours de commercialisation.

4.4.2 INFORMATIONS DURANT LA VIE DU FONDS (Y COMPRIS LA PERIODE DE LIQUIDATION)

Après la souscription et tout au long de la durée de vie des fonds, la réglementation prévoit d'ores et déjà qu'un certain nombre d'informations soient communiquées aux porteurs :

- Le rapport semestriel²⁴ et la composition de l'actif semestriel,
- Le rapport annuel²⁵ (y compris le rapport de gestion)

Ces deux documents, dont le contenu est normé²⁶, sont tenus à la disposition des porteurs au siège de la société de gestion et leur sont transmis en cas de demande expresse.

- Les reportings périodiques, préparés par la société de gestion et mis à disposition des porteurs.

Proposition n°7

Le groupe de travail propose de renforcer la transparence de l'information délivrée aux porteurs en fonction du stade de vie du fonds.

En pratique, la proposition du groupe de travail vise trois éléments principaux :

- L'augmentation de la transparence de l'information donnée aux porteurs pendant la durée de vie du fonds. Les associations professionnelles pourront être associés à cette démarche.
- La normalisation des informations communiquées aux porteurs lors de la liquidation du fonds (pour rappel, l'entrée en liquidation est soumise à l'autorisation préalable de l'AMF dans les conditions fixées

²⁴ Articles L.214-24-62 et D.214-33 du code monétaire et financier

²⁵ Article L214-24-19 du code monétaire et financier

²⁶ Articles 28 à 30 de l'instruction AMF DOC-2011-22 « *Procédures d'agrément, établissement d'une DICI et d'un règlement et information périodique des fonds de capital investissement* »

par l'instruction DOC-2011-22). La lettre-type adressée aux porteurs est présentée en annexe du présent rapport.

- La communication d'informations régulières (a minima annuellement) une fois le fonds entré en liquidation et jusqu'à la clôture des opérations de liquidation afin d'informer les porteurs de l'avancée des opérations de liquidation. Les informations contenues dans cette communication devront reprendre les informations prévues dans la lettre aux porteurs communiquée lors de l'entrée en liquidation.

En terme de périmètre d'application, cette proposition serait applicable à l'ensemble des fonds (y compris ceux ayant dépassé leur durée de vie).

4.5 LA SUPERVISION PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

L'action de supervision de l'AMF s'agissant des fonds de capital investissement agréés intervient tant en amont de leur création qu'en cours de vie. Les propositions du groupe de travail ont donc cherché à couvrir les deux volets des actions de l'AMF.

Proposition n°8

Le groupe de travail propose de renforcer les informations à transmettre à l'AMF lors de l'agrément des fonds de capital investissement.

Les informations seraient les suivantes :

- Renforcer les engagements pris par les sociétés de gestion en particulier quant à l'adéquation entre la stratégie d'investissement et la stratégie commerciale ;
- Analyser dès l'agrément le calendrier indicatif de mise en œuvre des opérations de liquidation (date prévisionnelle d'entrée en pré-liquidation, date d'entrée en liquidation...)

Proposition n°9

Le groupe de travail propose la mise en place d'un compte rendu semestriel spécifique à l'attention de l'AMF sur l'état de la liquidation des fonds ayant dépassé leur durée de vie.

Ce compte rendu serait à réaliser par la société de gestion à la fois pour les fonds ouverts à une clientèle non professionnelle. Il consisterait à communiquer à l'AMF la liste des participations restantes en portefeuille, les démarches entreprises pour les céder ou les difficultés rencontrées, l'horizon de cession probable ainsi que des informations relatives aux frais prélevés et aux éventuelles réclamations reçues des investisseurs. Ce compte rendu pourrait être étendu aux fonds ouverts à une clientèle professionnelle.

La mise en place de ce compte-rendu nécessite une modification du règlement général de l'AMF ainsi qu'une modification de l'instruction AMF DOC-2011-22 pour en décliner le contenu. Ce reporting concernerait l'ensemble des fonds ayant dépassé leur durée de vie (sans considération de leur date de création).

4.6 LEVER LES FREINS A LA LIQUIDATION DES LA CONCEPTION DES FONDS

Dans le cadre des discussions du groupe de travail, il est apparu que certaines contraintes propres au fonctionnement des fonds de capital investissement pouvaient entraver la réalisation des opérations de liquidation dans les délais impartis. Le groupe de travail propose donc une série de mesures pour lever ces contraintes.

4.6.1 DEPLAFONNER DANS CERTAINS CAS LA DUREE DE VIE DES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Pour rappel, le VII de l'article L.214-28 du code monétaire et financier dispose que « *Les porteurs de parts ne peuvent demander le rachat de celles-ci avant l'expiration d'une période qui ne peut excéder dix ans. Au terme de ce délai, les porteurs de parts peuvent exiger la liquidation du fonds si leurs demandes de remboursement n'ont pas été satisfaites dans le délai d'un an* ». A l'origine, cette disposition constituait un garde-fou supplémentaire pour la protection de l'investisseur qui amène en pratique les sociétés de gestion à plafonner la durée de vie des fonds de capital investissement ouverts à une clientèle non professionnelle à dix ans.

Lorsque l'on examine les raisons pouvant expliquer qu'un fonds ne respecte pas sa durée de vie, l'on constate dans certains cas que la stratégie mise en œuvre (fonds de fonds primaires, certaines stratégies thématiques...) n'est pas compatible avec ce délai de dix ans.

Proposition n°10

Afin de permettre aux fonds ouverts aux investisseurs non professionnels de mettre en œuvre tout type de stratégies, le groupe de travail propose de prévoir que le délai de dix ans puisse être aménagé et rallongé sans excéder 15 ans, sous réserve d'une communication claire aux porteurs avant leur souscription, pour les fonds souhaitant investir dans des secteurs où dès l'origine il est peu probable que le cycle économique permettant de réaliser une plus-value sur l'investissement soit compatible avec ce délai de 10 ans, comme par exemple les biotechs.

En terme de périmètre d'application, cette proposition ne serait applicable qu'aux nouveaux fonds.

4.6.2 ALIGNER LES REGLES DE FONCTIONNEMENT DES FIP ET DES FCPI SUR LES REGLES DE FONCTIONNEMENT DES FCPR

Les règles de fonctionnement des FIP et de FCPI sont plus restrictives que celles des FCPR. En effet, certaines évolutions apportées récemment aux règles de fonctionnement des FCPR n'ont pas été étendues aux FCPI et aux FIP. En particulier, le décret n°2020-1148 du 17 septembre 2020 adaptant le cadre juridique de la gestion d'actifs a étendu le maintien au quota d'investissement de 50% au remboursement et au rachat de titres pour les FCPR. Concrètement, cela signifie qu'en cas de remboursement anticipé d'obligations convertibles, un FCPR pourra maintenir au quota juridique les titres pendant deux années alors que les FCPI et les FIP seront tenus de réinvestir le remboursement des titres dans de nouvelles acquisitions. Selon le moment où ces remboursements anticipés interviennent, la réalisation de nouvelles acquisitions rend difficilement respectable la durée de vie initialement prévue.

Proposition n°11

Afin d'éviter de nouveaux investissements tardifs qui viendraient mettre à mal la possibilité pour la société de gestion de respecter l'échéance du fonds, le groupe de travail propose d'aligner les règles de fonctionnement des FCPI et des FIP sur celles des FCPR en matière de maintien au quota juridique et de modifier de la même manière les règles de maintien au quota fiscal.

Cette proposition nécessite la modification du 3° des articles R.214-47 et R.214-65 du code monétaire et financier ainsi que de l'article 163 quinquies B du code général des impôts.

En terme de périmètre d'application, cette proposition ne serait applicable qu'aux nouveaux fonds.

4.7 LA GESTION DU PASSIF

Comme mentionné ci-avant, la détention sous une forme nominative des parts de fonds de capital investissement entraîne un risque plus important de perte de contact avec les porteurs de parts qui peut empêcher la bonne fin des opérations de liquidation (chèque non encaissé dû à un déménagement, changement d'adresse...)

Les membres du groupe de travail ont donc réfléchi à une série de propositions permettant de trouver une réponse à cette difficulté. Une partie de ces propositions pourraient trouver à s'appliquer au-delà des fonds de capital investissement.

4.7.1 IMPOSER LE PAIEMENT DES DISTRIBUTIONS PAR VIREMENT

Pour rappel, lorsque le teneur de registre ne dispose pas des coordonnées bancaires du porteur, celui-ci peut être réglé par chèque. Néanmoins, si les coordonnées postales du porteur ne sont plus à jour ou encore s'il met trop de temps à encaisser le chèque (jusqu'à 1 an et 8 jours), cette situation empêche le fonds d'être liquidé dans les délais escomptés. Par ailleurs, le fait de disposer des coordonnées bancaires en plus des coordonnées postales permet de limiter les situations de perte de lien, dans les cas où le porteur changerait d'adresse sans changer de coordonnées bancaires.

Proposition n°12

Afin de limiter le nombre de paiements qu'il ne serait pas possible d'exécuter, et de limiter les situations de perte de lien avec le porteur, le groupe de travail propose de rendre obligatoire lors de la souscription la communication des coordonnées bancaires par les investisseurs afin de procéder au paiement des distributions par virement bancaire au lieu du paiement par chèque.

Cette pratique est déjà mise en œuvre par certaines sociétés de gestion qui ont dématérialisé l'intégralité des flux financiers (de la souscription à la dernière distribution). Pour être effective, cette proposition nécessite une modification législative²⁷ à l'instar des dispositions existantes dans le code monétaire et financier pour paiements des notaires. Dans l'intervalle, il est proposé de prévoir cette mesure dans les règlements des fonds de capital investissement pour qu'elle puisse être mise en œuvre sur les nouveaux fonds.

4.7.2 MIEUX INFORMER LES SOCIÉTÉS DE GESTION SUR LES MOYENS EXISTANTS POUR REUSSIR LES CAMPAGNES DE RETABLISSEMENT DU LIEN AVEC LES PORTEURS DE PARTS PERSONNES PHYSIQUES

Les échanges dans le cadre des travaux du groupe ont mis en exergue que les sociétés de gestion n'étaient pas toujours au fait des différents outils à leur disposition pour rétablir le lien avec les porteurs des fonds qu'elles gèrent.

Proposition n°13

Le groupe de travail propose qu'un guide soit rédigé par les associations professionnelles afin de recenser l'ensemble des actions à mener par les sociétés de gestion pour rétablir le lien avec les porteurs de leurs fonds.

²⁷ Des dispositions analogues existent dans le code monétaire et financier. Par exemple, à l'article L112-6-1

4.7.3 ENVISAGER LA POSSIBILITE DE CONSIGNATION DES SOMMES NE POUVANT ETRE RESTITUEES

Compte tenu du mode de détention au nominatif et en cas de perte de lien avec les porteurs de parts, les sommes non restituées ne peuvent pas être soumises au dispositif de la loi Eckert²⁸.

Proposition n°14

Le groupe de travail propose d’initier une discussion de place avec l’ensemble des parties prenantes afin d’approfondir l’univers des possibilités quant au devenir des montants dus aux porteurs en cas de perte de contact avec ceux-ci

La mise en œuvre d’un mécanisme de consignation devra notamment déterminer à quel moment le lien est perdu et doit être assorti de garde-fous pour s’assurer que la société de gestion de portefeuille a mis en œuvre toutes les solutions à sa disposition pour retrouver la trace des porteurs.

4.7.4 MODIFIER LE MODE DE DETENTION AU TERME DE LA DUREE DE DETENTION FISCALE

Les fonds de capital investissement sont aujourd’hui détenus au nominatif pur compte tenu des obligations déclaratives incombant aux sociétés de gestion et visant à s’assurer que les contraintes fiscales sont bien respectées. Ces obligations de déclaration sont applicables uniquement au cours des cinq premières années de détention (la durée de détention fiscale). Aussi, le groupe de travail s’est interrogé sur l’opportunité de modifier le mode de détention à l’issue de cette période pour passer du nominatif pur au porteur²⁹. La détention au porteur a en effet l’avantage de limiter très fortement le risque de perte de lien, tout en conservant une détention via un intermédiaire financier soumis à des obligations de KYC. En outre, les sommes distribuables sont versées à l’intermédiaire financier, lequel est éligible au dispositif Eckert. En contrepartie, la détention au porteur engendre des coûts additionnels pour les porteurs du fonds (frais de garde et frais de courtage).

Proposition n°15

Le groupe de travail propose d’initier une discussion de place avec l’ensemble des parties prenantes (société de gestion, distributeur, teneur de compte, épargnants) afin d’expertiser l’opportunité de modifier le mode de détention à l’issue de la durée de détention fiscale.

4.8 LA CREATION D’UN MECANISME DE PLACE POUR LA LIQUIDATION DES FONDS EN SITUATION SPECIALE

Il n’existe pas aujourd’hui de système de solidarité de place permettant d’assurer la reprise de la gestion des fonds de capital investissement lorsque leurs sociétés de gestion font défaut. Ainsi, l’article L.214-24-45 du code monétaire et financier, relatif aux fonds d’investissement à vocation générale et applicable par renvoi aux fonds de capital investissement, prévoit que les fonctions de liquidateur sont assumées par la société de gestion ou à défaut, une personne désignée en justice à la demande de toute personne intéressée. Le même article prévoit que lorsque la société de gestion peut justifier de graves difficultés à exercer ces fonctions de liquidateur, celles-ci sont assumées par une tierce personne désignée par le président du tribunal judiciaire de Paris à la demande du président de l’AMF.

²⁸ La loi du 13 juin 2014, dite loi Eckert, impose aux banques et assurances, depuis le 1er janvier 2016, de recenser les comptes bancaires inactifs et les contrats d’assurance vie en déshérence afin d’en rappeler systématiquement l’existence à leur titulaire.

²⁹ La détention au nominatif administré a été écartée par les membres du groupe de travail compte tenu des difficultés de référencement auprès des établissements de produits dont elle n’assure pas la distribution mais également des réticences de certains distributeurs (ces derniers craignant notamment que les données ainsi collectées puissent être exploitées par l’établissement teneur de registre pour la distribution de produits d’épargne)

Face aux risques pesant sur la pérennité des sociétés de gestion spécialisées dans la gestion de fonds dits fiscaux et à l'impact que le défaut d'une société de gestion pourrait avoir sur l'image du capital investissement pour les investisseurs particuliers, le groupe de travail a réfléchi à un dispositif de place permettant de faire face au cas de défaut d'une société de gestion.

4.8.1 S'ASSURER QUE LES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT NE PUISSENT PAS SE RETROUVER SANS DEPOSITAIRE

Le dépositaire est l'un des acteurs clés d'un fonds, en particulier s'il est investi en actifs illiquides, et il est indispensable dans une optique de protection des investisseurs, qu'y compris en cas de dissolution longue les fonds de capital investissement soient dotés d'un dépositaire.

Proposition n°16

Dans ce contexte, le groupe de travail propose d'inscrire dans la loi qu'en cas de démission, le dépositaire d'un fonds de capital investissement ne peut arrêter sa mission que s'il est remplacé par un autre dépositaire ou au moment de la fin de la liquidation du fonds³⁰.

Il est important de souligner que cette proposition vise à inscrire dans la loi une bonne pratique. En effet, la fiche 4 du guide de bonne conduite du dépositaire rédigé par l'Association Française des Professionnels des Titres (AFTI)³¹ indique explicitement qu'un dépositaire peut renoncer à sa fonction dans le respect des conditions définies dans la convention dépositaire et qu'il doit continuer ses missions jusqu'à la reprise par un autre dépositaire ou la liquidation de l'OPC concerné.

En terme de périmètre d'application, cette mesure s'applique à l'ensemble des fonds de capital investissement qu'ils soient ouverts à une clientèle professionnelle ou non professionnelle.

4.8.2 PREVOIR UN DISPOSITIF DE COMMUNICATION POUR ACCOMPAGNER LA REPRISE DE FONDS EN LIQUIDATION PAR UNE NOUVELLE SOCIÉTÉ DE GESTION

L'expérience récente a montré qu'en cas de défaillance d'une société de gestion gérant des fonds de capital investissement en fin de vie, outre la question des ressources financières adressées ci-avant, l'un des freins à la reprise d'un fonds par une nouvelle société de gestion de portefeuille est le risque de réputation pour cette dernière lié à l'insatisfaction des porteurs du fonds.

Proposition n°17

Le groupe de travail propose de prévoir un dispositif de communication spécifique par l'AMF pour accompagner une société de gestion qui reprendrait la gestion de fonds en liquidation afin d'en limiter le risque réputationnel.

4.8.3 PREVOIR UN CADRE LEGISLATIF PERMETTANT A L'AMF DE GERER LES SITUATIONS SPECIALES

En cas de défaillance d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement, l'ACPR dispose de pouvoirs lui permettant de prendre les mesures conservatoires ou d'interventions précoces nécessaires³² telles

³⁰ Cette proposition pourrait être appliquée à l'ensemble des OPC peu importe leur nature

³¹ <https://www.afti.asso.fr/wp-content/uploads/2021/04/GUIDE-de-bonnes-pratiques-du-DC3A9positaire-Mise-C3A0-jour-Avril-2018.pdf>

³² Articles L.612-33 et L.511-41-5 du code monétaire et financier

que le placement sous surveillance, le transfert d'office de tout ou partie d'un portefeuille. Il n'existe pas à ce jour de dispositions analogues pour l'AMF en cas de défaillance d'une société de gestion de portefeuille.

Proposition n°18

Le groupe de travail propose de saisir le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris afin qu'il réfléchisse à une adaptation des pouvoirs de l'AMF lui permettant de pouvoir gérer les situations les plus complexes.

4.9 AUTRES PROPOSITIONS

Parmi les freins à la liquidation d'un fonds de capital investissement, le groupe de travail a abordé la difficulté à sortir du portefeuille des fonds les sociétés en liquidation judiciaire pour lesquelles elles sont en attente d'un document permettant d'attester de l'absence de possibilité de recouvrement des sommes. Ces documents sont en effet requis par les dépositaires et les commissaires aux comptes dans l'exercice de leurs missions de contrôles³³.

Ces documents sont délivrés par le liquidateur judiciaire (ou une société de recouvrement ou un huissier de justice) en charge des opérations de liquidation une fois ces dernières finalisées et s'avèrent difficiles à obtenir.

Proposition n°19

Le groupe de travail propose d'entamer des discussions avec les différentes parties prenantes pour trouver une issue à cette difficulté.

³³ Article 90 du règlement délégué (UE) n°231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 (« le règlement AIFM »)

ANNEXE 1 - STATISTIQUES SUR LES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT OUVERTS A UNE CLIENTELE NON PROFESSIONNELLE AYANT DEPASSE LEUR DUREE DE VIE

		31/12/2020	31/12/2021
nombre de fonds ayant dépassé leur durée de vie		253	239
nombre de fonds vivants		569	562
nombre de sociétés de gestion		44	46
dont SGP ayant présenté un défaut de fonds propres au cours des 5 dernières années		3	4
durée du dépassement	moins de 6 mois	24	26
	entre 6 mois et 1 an	34	25
	entre 1 an et 2 ans	72	46
	entre 2 ans et 5 ans	87	85
	entre 5 ans et 10 ans	30	51
	plus de 10 ans	6	6
durée moyenne du dépassement		30 mois	36 mois

ANNEXE 2 – ARTICLE RELATIF A L'ARRIVEE A ECHEANCE DES FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENTS AGREES DU 22 AVRIL 2008

Paris le 22 avril 2008

Article relatif à l'arrivée à échéance des fonds de capital investissement agréés

L'AMF a constaté des pratiques divergentes relatives à la gestion de la fin de vie des fonds de capital investissement destinés au grand public, et plus particulièrement des FCPI. Certaines pratiques se traduisent par un allongement du délai de blocage des sommes investies bien au-delà de la durée de 8 à 10 ans généralement prévue pour les fonds de capital-risque, qui n'apparaît pas conforme à la réglementation.

Dans ce contexte, cet article a pour objet de rappeler la réglementation et de préciser comment elle trouve à s'appliquer dans le cas des fonds de capital investissement destinés au grand public, c'est-à-dire les FCPR agréés, FCPI et FIP.

Il vient compléter le document de questions/réponses relatives aux modalités de liquidation des FCPR/FCPI/FIP paru dans la revue mensuelle de l'AMF de décembre 2006.

1. Durée de blocage des sommes investies dans les fonds de capital investissement

La durée de vie des fonds de capital investissement est fixée dans leur règlement¹. Par définition, les sommes investies doivent être restituées aux porteurs au plus tard à la fin de cette durée. La liquidation de l'ensemble des actifs détenus par le FCPR doit donc être terminée à cette date. Il appartient ainsi à la société de gestion de gérer le portefeuille du fonds dans des conditions permettant de respecter cette contrainte. Ceci implique, notamment, que le processus de cession des actifs non cotés soit engagé suffisamment tôt pour arriver à son terme avant la fin de vie du fonds concerné.

La loi dispose qu'à l'expiration de la période de blocage de 10 ans, « *les porteurs de parts peuvent exiger la liquidation du fonds si leurs demandes de remboursement n'ont pas été satisfaites dans le délai d'un an²* ». Cette formulation ne saurait être interprétée comme autorisant les fonds à prolonger leur liquidation au-delà de la durée de vie prévue par leur règlement. Cette disposition constitue, en effet, un garde-fou supplémentaire pour la protection de l'investisseur qui amène en pratique les sociétés de gestion à plafonner à 10 ans la durée de vie des fonds de capital investissement³.

2. Application aux FCPR agréés, FCPI et FIP

2.1. Cas des fonds existants

Pour les fonds existant à la date de publication du présent article :

- La société de gestion du fonds d'investissement doit avoir pris ou prendre, selon le cas, les dispositions nécessaires pour pouvoir liquider le portefeuille du fonds dans de bonnes conditions et avant la fin de la durée de vie de ce fonds.
- Dans le cas contraire, elle engage sa responsabilité dès lors qu'elle n'agit pas dans l'intérêt des porteurs de parts, par exemple en prorogeant la période de liquidation au-delà de la durée de vie prévue dans le règlement.

- La durée de vie du fonds est, en principe, mentionnée dans le règlement du fonds. La société de gestion doit néanmoins vérifier que les autres documents utilisés pour la commercialisation du fonds n'ont pas fait état d'une durée de vie inférieure (prospectus, documents commerciaux). En l'absence de mention d'une durée de vie dans ces différents documents, un courrier individuel doit être adressé aux porteurs de parts, en vue de leur rappeler qu'ils disposent du droit de demander le rachat de leurs parts au bout de 10 ans et qu'en cas de non remboursement au bout d'un an, ils peuvent demander la mise en liquidation du fonds concerné, l'article L. 214-36 du code monétaire et financier trouvant à s'appliquer dès qu'un porteur fera une demande de remboursement de ses parts.

En outre, la société de gestion doit avoir pris les mesures qui s'imposent pour pouvoir respecter les dispositions de cet article.

- L'AMF attire par ailleurs l'attention des sociétés de gestion sur la vigilance particulière dont elles doivent faire preuve dans l'hypothèse où elles souhaiteraient, dans le cadre de ce processus de liquidation, transférer des actifs non cotés vers d'autres véhicules d'investissement gérés par elles-mêmes ou une entité de leur groupe. Elle rappelle que la société de gestion doit être en mesure de démontrer que cette cession est dans l'intérêt tant de l'entité cédante que de l'entité acquéreuse, et qu'elle est réalisée dans des conditions de valorisation adaptées. Elle appelle la société de gestion à la plus grande vigilance dans l'hypothèse où elle envisagerait de procéder à de telles cessions pour des actifs qui n'auraient pas ou seraient susceptibles de ne pas trouver preneur sur le marché, compte tenu de la difficulté à déterminer dans ces conditions un prix de cession pour ces actifs.

2.2. Cas des fonds en création ou en cours de commercialisation

Pour les fonds en création ou en cours de commercialisation, l'AMF précise que l'exigence d'une information claire, exacte et non trompeuse⁴ implique que :

- le prospectus du fonds précise la durée de vie du fonds et les conditions dans lesquelles les distributions de produits de cession d'actifs seront effectuées, au regard, le cas échéant, des dispositions applicables à la période de pré liquidation ;
- le prospectus prévoit quelles sont les dispositions envisagées par la société de gestion pour respecter cette durée de vie :
 - o durée maximale de la phase d'investissement en titres non cotés ;
 - o date estimée d'entrée en liquidation ;
 - o date à laquelle sera terminé, en principe, le processus de liquidation du portefeuille de titres non cotés.
- les documents commerciaux soient cohérents avec les informations contenues dans le prospectus et le règlement du fonds. Ceci implique, notamment, qu'ils s'abstiennent de mettre en avant la durée de blocage liée à l'avantage fiscal (5 ans) dès lors que la durée de vie du fonds est supérieure, et qu'ils mentionnent de façon explicite la durée prévue de blocage des sommes investies.

Enfin, l'AMF note qu'il est de pratique courante, pour les FCPR destinés à des investisseurs institutionnels, que les frais de gestion prélevés soient fortement diminués dès lors que le processus de liquidation du portefeuille est engagé. Elle recommande aux sociétés de gestion d'étendre cette pratique aux fonds destinés aux investisseurs particuliers.

¹ Article 2 de l'annexe 2 de l'Instruction du 6 juin 2000

² 7 de l'article L. 214-36 du code monétaire et financier

³ Il est rappelé que s'agissant des FCPR à procédure allégée destinés à une clientèle institutionnelle, il est possible de prévoir, dès l'origine, une durée de vie supérieure à 10 ans ; en outre, il est aussi possible d'allonger la durée de vie initialement prévue afin de bénéficier de conditions de sortie plus favorables, sous réserve de l'accord de la majorité qualifiée des porteurs de parts.

⁴ I de l'article L 533-12 du code monétaire et financier

ANNEXE 3 – TRAME TYPE DE LA LETTRE AUX PORTEURS A ADRESSER AUX INVESTISSEURS LORS DE L'ENTREE EN LIQUIDATION D'UN FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Insérer les coordonnées de l'expéditeur, en-tête et logo (le cas échéant).

Les formules de politesse sont à la main des sociétés de gestion.

Vous êtes porteurs du [forme juridique du fonds] X.

Quels changements vont intervenir sur votre [forme juridique du fonds] ?

Décrire l'opération de façon succincte et donner les motivations de la société de gestion.

Donner les principaux motifs de l'opération (fin de vie prévue par la documentation réglementaire ...) en 3 lignes maximum

Quel est le taux de rendement de votre investissement ?

Votre [forme juridique du fonds] a enregistré une performance cumulée de X% sur l'ensemble de sa durée de vie, soit un taux de rendement annuel de X%.

Pour les fonds de capital-investissement, préciser que ce pourcentage tient compte des précédentes distributions en donnant l'information sur ces dernières et les dates auxquelles elles sont intervenues.

Si les opérations de liquidation ne sont pas finalisées, rappeler que la performance finale du produit ne sera connue qu'à l'échéance de ces dernières.

Quand votre [forme juridique du fonds] sera-t-il/elle liquidée ?

La société de gestion a décidé de procéder à la dissolution (mise en liquidation) de votre [forme juridique du fonds].

L'échéance du [forme juridique du fonds] telle que prévue dans sa documentation légale est le XX/XX/XX. Celle-ci ne pourra malheureusement pas être respectée. En effet, compte tenu de [expliquer dans les grandes lignes pourquoi la société n'est pas en mesure de respecter la durée de vie du fonds]. La société de gestion prévoit de clôturer les opérations de liquidation des lignes en portefeuille à horizon XXX. Nous vous tiendrons évidemment informés de l'avancement de ces opérations.

En cas de dépassement prévisionnel de l'échéance

La société de gestion prévoit de clôturer les opérations de liquidation des lignes en portefeuille à horizon XXX. Pour rappel, l'échéance du [forme juridique du fonds] telle que prévue dans sa documentation légale est le XX/XX/XX. Celle-ci ne pourra malheureusement pas être respectée. En effet, compte tenu de [expliquer dans les grandes lignes pourquoi la société n'est pas en mesure de respecter la durée de vie du fonds]. Nous vous tiendrons évidemment informés de l'avancement de ces opérations.

En cas de prévision de respect de l'échéance

La société de gestion prévoit de clôturer les opérations de liquidation des lignes en portefeuille à horizon XXX. L'échéance du [forme juridique du fonds] telle que prévue dans sa documentation légale, à savoir le XX/XX/XX, devrait donc être respectée [sauf aléa de dernière minute]. Nous vous tiendrons évidemment informés de l'avancement de ces opérations.

A ce jour, le portefeuille contient encore X participations [dont le détail est donné dans le tableau ci-dessous – INFORMATIONS OPTIONNELLES]. La valeur liquidative résiduelle de votre [forme juridique du fonds] est de XXX EUR par part à la date du jj/mm/aaa, ce qui représente Y% de l'investissement initial. Pour rappel, des distributions ont par ailleurs eu lieu, à hauteur de [à compléter].

Parmi ces participations :

[Donner le nombre de participations par catégorie de cas de figure. A titre d'exemple :

- X font l'objet d'un protocole de cession qui devrait aboutir à horizon XX mois ;
- W sont des sociétés cotées dont les volumes d'échange sur le marché nécessitent un délais plus long pour être cédées. Sur la base des volumes d'échanges actuels, l'horizon de cession pour ces participations est fixé à XX mois ;
- Y font l'objet de négociations exclusives qui pourraient aboutir à une cession à horizon XX mois ;
- YY font l'objet de discussions en vue de l'ouverture d'une période de négociations exclusives ;
- Z sont en liquidation judiciaire/redressement judiciaire...]

Nom de la participation	Prix d'acquisition	Eléments importants (sociétés en RJ ou LJ par exemple ou tout autre élément pertinent à porter à l'attention des investisseurs)

En cas de dépassement de la durée de vie, la SGP doit également indiquer quel traitement elle réserve au prélèvement des frais.

Rappeler que les rachats sont bloqués

Insérer un renvoi vers un conseiller ou le service réclamation de la société de gestion.

Annexe

Glossaire présentant les termes techniques