



Paris, le 14 septembre 2011

Numéro de représentant d'intérêt :
5975679180-97

Consultation de la Commission européenne

The Social Business Initiative: Promoting Social Investment Funds

Réponse de l'Association Française de la Gestion financière (AFG)

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) est l'organisation professionnelle de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective. Ses membres sont des sociétés de gestion entrepreneuriales ou des filiales de banques ou de sociétés d'assurances.

En 2010, l'encours de l'épargne solidaire représente **3,15 milliards d'euros** soit une augmentation de 31% par rapport à 2009.

En France, la forte progression de l'épargne solidaire est due à l'impulsion donnée par les pouvoirs publics par voie réglementaire. Tous les plans d'épargne salariale doivent offrir une option solidaire aux salariés. L'épargne salariale représente désormais la moitié des encours de l'épargne solidaire, avec des montants en progression rapide (+100% en 2009, +50% en 2010), atteignant 1,5 milliard d'euros au 31 décembre 2010.

L'AFG est très active dans la promotion de l'épargne longue et de la qualité des actifs, leviers du bon financement de notre économie et de la protection des citoyens contre les risques de l'existence.

L'Association souhaite attirer l'attention de la Commission sur le fait que cette consultation n'ait été rédigée qu'en anglais et non en français, ce qui est regrettable car cela introduira inévitablement un biais dans la représentativité géographique des réponses.

Le français est en outre une des trois langues de travail officielles de la Commission.

RESUME

L'AFG formule les recommandations suivantes dans le cadre de sa réponse à la consultation :

- **Donner un cadre facilitant l'accès des organismes sociaux et solidaires à des fonds propres et à des financements privilégiés pour qu'ils puissent développer leurs services d'intérêt général à fort impact social ou environnemental**
- **Définir de manière large mais incontestable, par une autorité publique locale, les organismes bénéficiaires éligibles**
- **Canaliser l'épargne sensible à ces objectifs grâce à**
 - **des fonds ouverts au grand public (fonds 90/10)**
 - **des fonds réservés aux professionnels et investisseurs qualifiés (fonds spécialisés)**
- **Faciliter la gestion de ces fonds sociaux**
 - **critères assouplis pour l'observation des ratios**
 - **possibilité de détenir l'intégralité d'une émission d'un organisme social ou solidaire**
 - **création d'un titre de dette adapté, le Titre Européen de Créance Solidaire**
- **Faciliter le succès de ces fonds sociaux en Europe**
 - **régime fiscal favorable**
 - **bases de données des organismes éligibles**
 - **outils de liquidité ou de caution**

Box 1

Do you agree that the main features of social businesses are as outlined above?

Please consider this from the perspective of ensuring effective private investment flows to these businesses, and include any further detail on how to determine the features. If you disagree, please outline the features that you think are important.

To what extent do you think this initiative should focus solely on those social businesses that do not distribute profits to their investors? (Note that, in contrast with pure philanthropic investments, investors would still be able to redeem their investment, or might be offered small returns through portfolio diversification).

Or shall it also focus on those which distribute profits to their investors (e.g. at least to a limited extent)? If so, how might social businesses be distinguished from other businesses?

Please consider the impact this may have in respect of attracting investors to such businesses.

1. Les organismes sociaux et solidaires au niveau européen

Nous comprenons qu'entre la philanthropie, qui se place dans une logique de don, et les entreprises traditionnelles, qui placent la maximisation de leurs profits au centre de leurs préoccupations, existe un domaine économique intermédiaire qui, tout en ayant soin de conduire ses activités de manière rentable pour assurer sa pérennité, ne place pas le profit au centre de ses préoccupations, mais cherche

prioritairement à délivrer un service d'intérêt collectif ou à fort impact social ou environnemental qui, dans ses objectifs ou dans ses moyens, apporte une aide à des populations en difficultés ou à une collectivité.

Développée par le passé avec les associations, les coopératives et les mutuelles, **l'économie sociale représente en France près de 8% du PIB**. Elle trouve actuellement un nouvel axe de développement avec les « entrepreneurs sociaux » qui recherchent des capitaux propres et des financements pour conduire leurs activités dans une logique d'aide.

La primauté d'objectifs sociaux ou environnementaux dans la conduite des activités est susceptible de pénaliser la rentabilité des projets. **Il nous semble donc judicieux de réfléchir aux moyens de placer en face de ces besoins une épargne spécifique issue d'épargnants désireux de contribuer à construire et délivrer cette aide sans toutefois renoncer à leur capital ni à une rémunération raisonnable.**

Les exemples donnés par la Commission dans sa consultation nous semblent assez restrictifs, tous tournés vers le handicap (handicap moteur, autisme, surdité,...). **Il existe une très grande variété d'objectifs sociaux, solidaires ou environnementaux.** Par exemple, sont considérés comme organismes sociaux et solidaires des organismes dont l'activité est la construction de logements très sociaux en faveur de familles pauvres, l'emploi de salariés handicapés ou de chômeurs de longue durée, le nettoyage d'environnements pollués...

Les organismes sociaux et solidaires peuvent être actifs dans tous les secteurs d'activité. Il peut s'agir d'entreprises ou d'autres organismes comme les associations.

La distinction entre une entreprise traditionnelle et une entreprise sociale ne repose pas sur le secteur d'activité mais sur la façon dont les activités sont conduites en prenant en compte prioritairement des objectifs sociaux ou environnementaux. Par exemple, une entreprise traditionnelle va construire une maison de retraite dans un but lucratif et s'adresser à une clientèle solvable. En revanche, une entreprise sociale va construire une maison de retraite pour fournir ce service à une clientèle insolvable qui en a besoin et rechercher les moyens de sa pérennité sans chercher à maximiser ses profits.

Par ailleurs, nous remarquons que les services rendus par les organismes sociaux et solidaires ont souvent une dimension locale et de proximité. De plus, il est très important de bien distinguer une entreprise traditionnelle d'une entreprise sociale de manière incontestable.

C'est pourquoi **nous proposons de définir les organismes sociaux et solidaires suivant des critères relativement généraux qui permettent un large développement de ces activités et de faire vérifier le bon respect de ces critères par une autorité administrative locale (en France, par exemple, les préfetures), reconnue au niveau européen, qui délivrerait un agrément incontestable.**

Nous nous sommes inspirés du modèle de l'agrément des organismes solidaires français. Les organismes sociaux et solidaires incluraient les organismes solidaires actuels, mais, de manière plus large, seraient également ouverts aux entreprises sociales.

Les éléments caractéristiques des organismes sociaux et solidaires seraient les suivants :

- organismes non cotés appartenant à tout secteur d'activité
- bénéficiant d'un agrément donné par une autorité publique locale
- ayant un impact social ou environnemental,
- dont l'objectif principal est cet objectif social ou environnemental et non un objectif de rentabilité financière, par exemple :

- un objectif lucratif limité,
- une répartition équitable de la valeur ajoutée :
 - encadrement de l'échelle des salaires
 - rémunération des capitaux propres limitée
- l'emploi par l'organisme lui-même de personnes handicapées ou en réinsertion
- ...
- offrant un reporting permettant aux investisseurs de connaître la destination des montants investis (traçabilité, transparence...).

L'évaluation de l'impact social et environnemental doit être effectuée régulièrement pour valider dans la durée la permanence de la priorité donnée à l'objectif social ou environnemental de l'organisme. Par exemple, **l'agrément pourrait être donné pour une durée de 2 ans au départ puis, pour ne pas rendre la démarche trop lourde, de 5 ans à chaque renouvellement.**

2. Les entreprises solidaires et les conditions d'agrément en France

Le Code du travail (article L 3332-17-1) fixe les conditions générales pour l'agrément d'une entreprise solidaire.

Sont considérées comme entreprises solidaires au sens de cet article les entreprises **dont les titres de capital, lorsqu'ils existent, ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé** et qui :

- soit emploient des salariés dans le cadre de **contrats aidés** ou **en situation d'insertion professionnelle**, à hauteur de 30 % au moins du nombre de salariés ;
- soit, si elles sont constituées sous forme d'associations, de coopératives, de mutuelles, d'institutions de prévoyance ou de sociétés dont les dirigeants sont élus par les salariés, les adhérents ou les sociétaires, remplissent certaines règles en matière de **rémunération de leurs dirigeants et salariés.**

Les structures d'insertion par l'activité économique et les entreprises adaptées **conventionnées par l'Etat** sont agréées solidaires de plein droit.

Sont assimilés à ces entreprises les organismes dont l'actif est composé **pour au moins 35 % de titres émis par des entreprises solidaires** ou les établissements de crédit dont 80 % de l'ensemble des prêts et des investissements sont effectués en faveur des entreprises solidaires.

L'entreprise solidaire est **agréée par décision du préfet de département** où l'entreprise a son siège social. Cet agrément est accordé pour une durée de **2 ans pour une première demande** et de **5 ans en cas de renouvellement.**

L'agrément « entreprise solidaire » permet de bénéficier de l'investissement de fonds solidaires gérés par des sociétés spécialisées dans l'épargne salariale.

En France, les entreprises solidaires peuvent être rangées en 2 catégories principales :

- les financeurs solidaires qui ont une activité –nationale ou régionale- de financement d'activités à forte utilité sociale et environnementale : Adie, France Active, Garrigue, la NEF, Autonomie et solidarité...

- les structures solidaires, associations ou entreprises, développant en direct des projets à forte utilité sociale, telles qu'Habitat et Humanisme, Chênelet, Terres de liens, Solidarité Nouvelle pour le Logement...

Box 2

What are the main difficulties social businesses face, in your experience, in getting access to finance? (Please provide any data or evidence you have to show the scale and relative importance of the difficulties you identify).

Do different kinds of social businesses face different barriers? (Please include details about how these differences might impact on the access of these social businesses to finance, including over their lifecycle where appropriate.)

To what extent do you think barriers to access to finance are limiting the growth of social businesses across the EU? (Please provide any data or evidence you have to illustrate the scale and nature of these limitations).

Do you agree that there is a need to tackle any such barriers at the EU level?

Du fait même de la priorité qu'ils donnent à l'impact social ou environnemental de leur activité et qu'ils ne placent pas la maximisation de leurs profits au centre de leur stratégie, les organismes sociaux et solidaires ont en général une structure financière moins solide et une rentabilité moins élevée que les entreprises classiques. Ils peuvent donc rencontrer de nombreux obstacles pour trouver des financements tels que :

1. Les problèmes liés à l'éligibilité des titres émis par les organismes sociaux et solidaires

Les modes d'intervention des fonds dans le financement des structures sociales et solidaires sont principalement de deux ordres : les titres de capital et les titres de créance.

Les titres de capital

Un certain nombre d'organismes sociaux et solidaires ouvrent leur capital à la souscription de personnes physiques et morales. Mais les organismes sociaux et solidaires sont souvent constitués sous d'autres formes juridiques que des sociétés par actions, par exemple des associations.

Les associations n'ayant pas de capital, elles ne peuvent donc émettre des titres de capital. La façon la plus simple de les financer via l'épargne solidaire passe donc par l'émission de titres de créance.

Les titres de créance

Les organismes sociaux et solidaires sont souvent de petite taille et ont une structure administrative légère, leur activité étant concentrée sur les opérations de terrain pour remplir leur objectif social ou environnemental.

Ils ne sont donc pas équipés pour émettre des obligations ou autres titres de créance. L'émission de ce type de titres entraîne en effet une charge administrative trop lourde de par la réglementation en vigueur (décision de conseil d'administration entérinée par l'assemblée générale), peu réaliste dans des organisations de petite taille et de type associatif, sans évoquer les coûts supplémentaires que cette solution génère. Il faut donc utiliser des outils adaptés.

Nous recommandons **la création d'un Titre Européen de Créance Solidaire (TECS)**, réservé aux organismes sociaux et solidaires. **Les TECS devraient être éligibles au ratio dérogatoire de 10% des UCITS.**

Ils permettraient une souplesse de financement parfaitement adaptée aux petites structures sociales et solidaires. Dès que la décision d'investissement par un UCITS est prise, les fonds peuvent être versés en quelques jours à l'organisme social et solidaire.

Si l'investissement devait passer par une émission obligataire, les financements nécessiteraient une infrastructure bien plus lourde, inaccessible aux petites structures qui forment l'essentiel des organismes sociaux et solidaires.

Exemple français du Billet à Ordre (BAO)

Le BAO est un effet de commerce et non une valeur mobilière.

Le ratio d'emprise ne s'applique pas aux BAO, à la différence des outils classiques de financement des entreprises concurrentielles (actions et obligations) qui supposent une pluralité d'investisseurs concomitants (4 au minimum pour un ratio d'emprise qui serait de 25%).

Le BAO permet un investissement sous forme de dette, intrinsèquement moins risqué qu'un investissement direct en titre de capital (dont l'objet pour un organisme social et solidaire n'est pas d'avoir une forte progression de sa valorisation).

Les BAO sont donc tout à fait adaptés au financement des organismes sociaux et solidaires. Malheureusement, ils ne sont plus éligibles à l'actif des UCITS, ce qui pose un problème important de financement aux organismes sociaux et solidaires. Il faudrait lever cette contrainte.

2. Le problème de la liquidité et/ou de la négociabilité limitée

Les titres émis par les organismes sociaux et solidaires sont par nature non cotés. Même si des expériences sont tentées, il faudra au mieux beaucoup de temps pour constituer un véritable marché des titres solidaires. C'est aussi un problème pour les organismes sociaux et solidaires car les investisseurs sont souvent averses à l'illiquidité.

3. La rentabilité limitée de ce type de produits

La prise en compte d'objectifs sociaux ou environnementaux prioritairement devant les objectifs lucratifs pénalise la rentabilité de ces organismes. Il paraît donc légitime qu'en compensation, ils aient accès à une épargne spécifique qui accepte elle-même une rémunération moindre pour suivre et soutenir les mêmes buts d'intérêt général et solidaire.

La **création d'un régime fiscal favorable** pourrait être envisagée pour atténuer cette rentabilité limitée et encourager ce type d'épargne d'intérêt général (cf les avantages du livret A au bénéfice final du logement social). Il pourrait aussi compenser le risque spécifique pris par les investisseurs sur des organismes dont la solidité financière n'est pas toujours avérée.

4. Le manque de fonds propres

Les organismes sociaux et solidaires sont souvent constitués sous forme d'associations. Ils n'ont de ce fait pas de fonds propres. S'ils sont constitués sous forme d'entreprises, l'absence de but lucratif prioritaire conduit souvent à des fonds propres peu étoffés. Les titres ou prêts participatifs peuvent offrir un palliatif à ce manque de fonds propres.

5. Le déficit d'épargne sur ce type de financement

L'AFG propose les moyens suivants afin de développer la collecte et drainer l'épargne vers ce segment d'investissement :

- ⇒ **créer un régime fiscal favorable**
- ⇒ **inciter certains investisseurs** (fonds de pensions par exemple) à investir dans ce segment (0,5% par exemple)
- ⇒ **développer les véhicules d'intermédiation** qui investissent dans ce segment. Les fonds sociaux pourraient être un moyen efficace pour offrir un réceptacle flexible à la volonté de générosité du public envers les organismes sociaux et solidaires et aux épargnants souhaitant donner un sens à leur épargne.
- ⇒ **trouver des garanties** pour ces financements, par exemple des systèmes de caution solidaire

Box 3

If you operate a social investment fund, or are aware of the (national) legislative requirements that apply currently in practice, could you please provide broad detail on these requirements.

How do you think funding through investment funds might effectively compliment other sources of funding, e.g. philanthropic funding? Are there any challenges here?

Do you think that the UCITS framework is sufficient for funding social business without change?

Do you think a bespoke fund framework tailored to the needs of social business might be better suited to channel funds toward social businesses?

(If you think the UCITS framework is not suited, please outline the features of the UCITS framework that you think are mostly responsible for this).

1. Les fonds solidaires en France

La France dispose d'une forte expérience des fonds solidaires. Elle a créé un cadre législatif et réglementaire qui favorise le développement rapide du financement des entreprises solidaires grâce à l'épargne salariale. Chaque plan d'épargne salariale doit proposer au moins une option d'investissement dans un fonds solidaire (FCPE solidaire).

Les fonds solidaires doivent investir **entre 5 et 10 % de leur actif en titres émis par des entreprises solidaires agréées** ou en parts de véhicules d'investissements intermédiaires.

Les fonds solidaires peuvent également être constitués sous forme d'OPCVM classiques (mais non UCITS dans la plupart des cas du fait de l'inéligibilité des billets à ordre, voir Box 2).

2. Les fonds sociaux au niveau européen

S'agissant du cadre juridique des fonds sociaux, l'AFG estime qu'il est important de **favoriser la diversification et la mutualisation** de ce type d'investissement sur un univers large au niveau européen. Pour cela, il faut faciliter les financements transfrontaliers et la circulation des capitaux en Europe.

Il nous semble également nécessaire de faciliter la **commercialisation** des véhicules d'investissement tant dans chaque pays d'origine qu'à l'international. Cela peut être très utile pour de grandes entreprises

multinationales ayant des projets de « social business », par exemple dans le cadre de modèles Bottom of the Pyramid, comme Danone, Schneider ou GDF Suez.

Nous recommandons la création **de fonds qui puissent bénéficier du passeport européen** et la création **de titres de financement adaptés aux organismes sociaux et solidaires**, sur le modèle des billets à ordre et des bons de caisse français.

Les fonds

Compte tenu de la spécificité de ces investissements, il conviendrait d'adopter un cadre sur-mesure spécifique, au sein ou à côté du cadre UCITS, qui permette de faciliter la gestion des difficultés pratiques, notamment celle liées aux contraintes de gestion de la liquidité par les gérants. Ce cadre devrait également assurer aux souscripteurs une information adaptée, transparente quant aux spécificités de ces investissements et aux risques supportés. **C'est pourquoi nous proposons la création de deux catégories de produits :**

- L'une plus précisément destinée **aux particuliers**, ouverte à un large public, pour laquelle la proportion de titres solidaires ou visant au soutien des entrepreneurs sociaux serait comprise **entre 5% minimum et 10% maximum de l'actif**, les 90% restant pouvant être ISR (**fonds 90/10**)
- L'autre plus précisément destinée **aux professionnels ou investisseurs qualifiés**, pour laquelle la proportion de titres solidaires ou visant au soutien des entrepreneurs sociaux pourrait **aller jusqu'à 100% de l'actif**, avec **un minimum à 35% (fonds spécialisés)**

Un produit orienté vers les investissements solidaires et/ou destinés à soutenir l'action des entrepreneurs sociaux doit pouvoir bénéficier d'une **plus grande souplesse** dans l'appréciation des ratios réglementaires qui s'imposent aux gérants. (voir Box 5)

Les Titres Européens de Créance Solidaire

Le cadre imposé par la Directive UCITS IV ne permet plus l'investissement dans certains types d'actifs tels que les billets à ordre ou les bons de caisse. **Les actifs éligibles aux UCITS doivent donc être revus afin de pouvoir intégrer dans leur ratio dérogatoire des titres adaptés. A cet occasion, pourraient être créés des Titres Européens de Créance Solidaire (TECS) ou Social European Debt Security (SEBS)**

Box 4

Do you believe that social investment funds should be open to retail investors? Please give reasons for your answer.

What features of a social investment fund do you think are most important for retail/professional investors?

What specific pre-contractual information do you think would need to be provided to retail investors?

Should the framework encompass funds that explicitly forego greater financial returns for the benefit of the social impact of their investment, or that expose investors to greater risks, or both?

Afin de mieux financer l'économie sociale et solidaire, nous recommandons l'ouverture des fonds sociaux au public le plus large, en veillant cependant à adapter l'offre en fonction du public visé et à une grande transparence sur la nature des investissements. Les fonds sociaux permettraient ainsi aux épargnants qui le

souhaitent de donner plus de sens à leur épargne en contribuant à l'aide au développement d'organismes sociaux et solidaires œuvrant à l'intérêt général.

Les produits doivent donc être ouverts à tous souscripteurs. Toutefois, deux catégories seraient distinguées : celle des fonds 90/10 destinés aux particuliers et celle des fonds spécialisés destinés aux professionnels ou investisseurs qualifiés. (voir Box 3)

Il apparaît utile de prévoir une **grande transparence dans l'information** sur les spécificités de ce type de fonds.

En particulier, pourront être mis en avant :

- la part investie par le fonds dans les organismes sociaux et solidaires
- la politique de gestion suivie par le fonds pour sa part sociale et solidaire : profil des organismes sociaux et solidaires
- la primauté de la performance sociale et environnementale de la part des investissements sociaux et solidaires par rapport à une performance financière, qui, tout en restant raisonnable, peut ne pas être maximale et n'est pas l'objet unique du fonds
- un horizon de placement plus long, qui tient compte de la faible liquidité des investissements
- les risques spécifiques de liquidité et de crédit qui peuvent être liés à ce type d'investissements (risques très dilués dans le cas d'un fonds 90/10)
- les aspects d'accompagnement du projet, l'approche qui pourrait être qualifiée de « partenariale » de la société de gestion avec le porteur du projet, c'est-à-dire la prise en compte de l'intérêt du projet dans ses dimensions extra-financières et pas seulement du rendement de l'investissement par rapport aux risques pris

Il n'est pas jugé utile de préconiser des limitations de tarification sur ces produits. En revanche, une grande transparence devra être imposée, sur le modèle des UCITS par exemple.

Box 5

What do you think would be the appropriate time frame for redemption of units in a social investment fund, e.g. monthly? Please give reasons for your answer.

Do you think there are other options for balancing the liquidity that small retail clients might be seeking with a focus on a long-term time horizon? (For instance, requirements on holding certain levels of liquid assets, lock in periods, etc.)

Afin d'assurer le développement et l'attractivité des produits, l'AFG ne souhaite **pas imposer de contrainte générale de rétention ou de blocage de la liquidité**. En particulier, sur les produits destinés au grand public, qui deviendraient « complexes » et que les réseaux auraient beaucoup de mal à promouvoir.

En aucun cas, un client particulier non qualifié ne doit se retrouver bloqué dans un tel produit, qui au contraire, doit pouvoir être acheté et vendu selon une périodicité analogue à celle que le client trouve sur les UCITS.

En revanche, des contraintes de blocage ou de délai de rachat pourraient être acceptables pour des produits réservés à des professionnels ou un public qualifié sur les fonds les plus concentrés. Elles seraient à définir dans les prospectus correspondants.

Pour les fonds ouverts au grand public sur le modèle UCITS, il est proposé que le ratio de 5% à 10% de titres solidaires ou destinés à soutenir l'action des entrepreneurs sociaux des fonds 90/10 soit apprécié **en moyenne sur une certaine période**, par exemple trois mois, afin que le gérant puisse mieux organiser son portefeuille illiquide en fonction des souscriptions/rachats et des tombées.

Toutefois, la flexibilité sur ce ratio trouverait une limite maximum à observer à tout moment. En aucun cas la part de titres sociaux et solidaires du portefeuille ne pourrait dépasser 20%, afin de protéger le souscripteur contre un risque de concentration excessive en titres illiquides.

Box 6

Do you think that social investment funds should be subject to diversification rules?

To what extent do you think investors might expect a fund focused on social businesses to only invest in social businesses?

Should social investment funds be required to invest into different types or numbers of social business? (How many separate businesses might be required?).

Should there also be diversification across asset classes different from social business?

(What limits might be appropriate? For instance, 40% social businesses, 60% highlyliquid transferable securities).

Les fonds sociaux doivent assurer à leurs souscripteurs **une bonne gestion de la diversification** en termes de :

- émetteurs
- types d'organismes sociaux et solidaires
- secteurs

De ce fait, le respect des règles habituelles de la profession relative à la diversification paraît indiqué :

- pour les fonds 90/10, ces règles concerneront le portefeuille non solidaire, le portefeuille social et solidaire pouvant lui être plus concentré
- pour les fonds spécialisés, une certaine diversification doit être exigée, mais elle doit être plus souple que celle des UCITS, en suivant par exemple le modèle des FCPR avec un maximum de 10% de l'actif par émetteur

Un investissement intégral dans des titres d'organismes sociaux et solidaires n'est pas opportun pour les fonds proposés au grand public. Un maximum à 10% est approprié, avec les aménagements relatifs à l'observation de ce ratio proposés en Box 5.

En revanche, **un investissement intégral dans des titres d'organismes sociaux et solidaires peut être utile et acceptable pour des véhicules réservés aux professionnels ou investisseurs qualifiés**, avec des règles relativement souples sous réserve de description dans le prospectus.

Il ne paraît pas opportun d'exiger de manière générale des investissements dans différents types d'organismes sociaux et solidaires. Sous réserve d'une diversification globale suffisante, il convient de laisser ouverte la possibilité de fonds thématiques, par exemple dédiés à l'environnement.

Nous recommandons que chaque fonds puisse calibrer son risque en fonction de la clientèle à laquelle il s'adresse et puisse définir librement la nature de sa contribution au social business dans

son prospectus. Une grande transparence devra s'imposer afin que les souscripteurs aient connaissance de la part de leur épargne investie au final dans les organismes sociaux et solidaires.

Box 7

What types of assets should a social investment fund be able to invest in? Please give examples.

Should the funds be limited to certain kinds of strategies (for instance, aimed at maximising their attractiveness for retail investors)? If so, which?

What rules or limits might be necessary to prevent firms using a new framework to circumvent restrictions in other frameworks (e.g. UCITS)?

Nous recommandons que les fonds sociaux soient en mesure d'investir dans toutes les classes d'actifs autorisées aux UCITS.

De plus, pour matérialiser leur spécificité solidaire et le soutien qu'ils visent à apporter aux entrepreneurs sociaux, **les fonds sociaux doivent avoir accès à des supports que les organismes solidaires et/ou les entrepreneurs sociaux sont autorisés à émettre.** On peut penser aux instruments actuellement utilisés en France comme **les billets à ordre et les bons de caisse**, ou bien à la création d'un titre spécifique de dette solidaire, par exemple **le Titre Européen de Créance Solidaire**, qui ferait l'objet d'une catégorie juridique européenne nouvelle reprenant l'essentiel des caractéristiques faisant le succès actuel des billets à ordre et bons de caisse.

En particulier, compte tenu de la taille des émissions et de leur élaboration souvent « sur-mesure », un fonds social doit pouvoir détenir la totalité des titres d'une émission faite par un organisme social et solidaire et échapper au ratio d'emprise pour ce qui concerne les billets à ordre, les bons de caisse ou les Titres Européens de Créance Solidaire.

Sans souci d'exhaustivité, **les titres de capital accessibles** pourraient être au moins :

- les actions non cotées
- les parts sociales
- les titres participatifs
- les obligations convertibles
- les OPCVM solidaires eux-mêmes investis en titres de capital d'émetteurs sociaux et solidaires
- les FCPR solidaires

Par ailleurs, ce type de fonds est destiné à financer « l'économie réelle », notamment les organismes solidaires et le soutien aux entrepreneurs sociaux. La gestion des actifs ne doit pas dénaturer cet objectif ni celui des souscripteurs souhaitant donner un sens à leurs placements.

Il est indispensable qu'ils fassent référence pour l'ensemble de leurs actifs **à la notion de responsabilité sociale et environnementale.**

Les produits dérivés peuvent être utilisés comme outils d'aide à la gestion pour faciliter les investissements ou les couvertures, mais non comme outils de spéculation.

Box 8

Do you agree that it would be impractical for social investment funds to have frequent valuations of assets? Please give reasons for your answer.

If so, for the purposes of investor protection what frequency might be appropriate? Please give examples.

Do you think that any non-social business assets that might be permitted should be subject to different valuation requirements? Might different kinds of assets require different approaches?

La fréquence de valorisation

Les fonds 90/10 présentent l'avantage de pouvoir être valorisés aussi fréquemment qu'un UCITS, même si la partie sociale et solidaire est évaluée moins fréquemment.

L'AFG suggère que les titres sociaux et solidaires des fonds 90/10 et des fonds spécialisés soient par exemple valorisés une fois par an.

La méthode de valorisation

Titres de capital

Les titres des émetteurs sociaux et solidaires étant non cotés, il paraît approprié d'adapter les principes applicables aux fonds de private equity. Des règles professionnelles ont été édictées par l'association européenne du capital investissement, l'EVCA et par l'IPEV Board (International private equity and venture capital valuation guidelines). Les spécificités des investissements sociaux et solidaires (par exemple la forme associative des émetteurs) devront toutefois être prises en compte pour éviter de peser trop lourdement sur des structures très légères.

Titres de dette

Par définition, il n'existe pas de marché pour l'instant des titres solidaires. **Une valorisation linéaire au coupon couru paraît donc appropriée.** Les titres devront être dévalués en cas de risque de crédit avéré sur l'émetteur. Les éléments de valorisation devront être documentés.

Box 9

How do you think 'social returns' might be best addressed and measured?

How might this build on other existing work, for instance on non-financial company reporting, social accounting, socially responsible investing, etc.?

What information do you think needs to be disclosed to investors, and how might this best be presented?

If you have experience in this area please provide examples, data, and as much detail as possible. Please consider that prospective investors might need different information compared with already existing investors

Pour pouvoir établir un reporting sur la performance sociale et solidaire du fonds, il est indispensable que les organismes sociaux et solidaires eux-mêmes produisent des données explicites. **L'objectif social et**

solidaire doit être clairement établi et, dans la mesure du possible, **les résultats doivent être mesurables** grâce à des indicateurs chiffrés : nombre d'emplois créés, nombre de prestations réalisées, nombre de logements construits, proportion de ré-insertions réussies (sans rechute dans les deux années qui suivent)...

Le reporting doit être **transparent**, avec des critères simples et compréhensibles.

L'outil mis en place par le Comité Cerise pour la microfinance¹ pourrait servir d'exemple pour le reporting des organismes sociaux et solidaires.

En France, Finansol pourrait jouer un rôle dans l'établissement de guides de reporting pour les organismes sociaux et solidaires. Elle communique déjà sur de nombreux indicateurs consolidés.

Il paraît toutefois évident qu'il ne sera pas possible d'établir un **reporting standardisé**, uniforme pour tous les organismes sociaux et solidaires. Leurs vocations sont trop diverses.

Box 10

*Do you agree that investor participation will contribute to the success of these funds?
Please give reasons for your answer.*

If so, please outline how this might work in practice, and whether this can or should be required as part of the social investment fund framework itself.

Le principe **d'indépendance du gérant** doit être respecté. Pour les fonds ouverts au public (particuliers et investisseurs), il ne peut pas y avoir d'exception.

En revanche, pour les fonds dédiés (moins de vingt souscripteurs), le prospectus pourrait prévoir des règles de gouvernance particulières pour permettre à l'investisseur de prendre part aux choix des investissements sociaux et solidaires.

Box 11

Which particular features of social investments might require specific risk management requirements?

When considering this question, please also consider issues of non-financial outcomes and risks.

Les fonds sociaux présentent deux types de risques spécifiques :

- faible liquidité
- fragilité des organismes

La société de gestion doit disposer de **compétences spécifiques en matière de titres non cotés** et mettre en place un suivi des risques approprié à la spécificité des titres sociaux et solidaires.

¹ http://www.cerise-microfinance.org/spip.php?page=sommaire&id_rubrique=1

Box 12

What should be the duties of a depositary (e.g. tracking the funds' assets, reconciling units or shares issued with subscription proceeds received)? Please give reasons for your answer.

Please take into account the specific kinds of assets that might be held by a social investment fund.

Nous recommandons fortement que le rôle du dépositaire soit le même que celui défini dans la Directive UCITS IV.

Box 13

How might the sustainability and profitability of a social investment fund regime be ensured?

Are there any particular factors in your experience that might determine the commercial success of the fund?

In your view, what kinds of incentive structures might be appropriate or inappropriate for the managers of the funds (e.g. performance fees versus flat management fees)?

L'investissement social et solidaire permet de donner du sens à son épargne. Mais cet avantage n'est pas suffisant pour assurer le succès des fonds sociaux. En effet, ces fonds sont plus complexes à commercialiser et les réseaux de distribution doivent y être sensibilisés.

En France, la forte progression de l'épargne solidaire est due à l'impulsion donnée par les pouvoirs publics par voie réglementaire. Tous les plans d'épargne salariale doivent offrir une option solidaire aux salariés. L'épargne salariale représente désormais la moitié des encours de l'épargne solidaire. Ce sont des fonds 90/10 pour lesquels les 90% non solidaires sont généralement ISR ce qui donne de la cohérence au message. Les fonds 90/10 ont également l'avantage d'assurer au souscripteur une bonne liquidité, une bonne diversification et une performance ne présentant pas de différence significative avec un UCITS (pas de déformation notable du couple rendement/risque).

Il pourrait être envisagé que les fonds de pension et les caisses de retraites soient incités à investir une petite proportion de leurs actifs (par exemple 0,5%) dans ces fonds sociaux.

L'AFG estime que les *performance fees* sont inappropriés, la performance financière n'est pas l'objectif principal du fonds et des *performance fees* assis sur la performance sociale et solidaire nous paraît une idée trop complexe à mettre en œuvre.

Box 14

What steps do you think should be taken to improve transparency for investors in relation to funds targeting social businesses?

What steps do you think should be taken to improve transparency for fund managers about the social businesses which they target?

Please consider how to balance burdens on social businesses against effectiveness in ensuring their 'investment readiness'.

Comme précisé dans la réponse à la Box 9, le reporting social et solidaire des fonds doit s'appuyer sur un **reporting clair et mesurable fait par les organismes sociaux et solidaires**.

Il n'est pas possible d'établir des standards de reporting social et solidaire pour les fonds, comme pour les organismes sociaux et solidaires.

Mais les fonds doivent être **transparents sur les investissements sociaux et solidaires** qu'ils réalisent en consolidant les informations communiquées par les émetteurs sociaux et solidaires.

Au niveau européen, pour favoriser les investissements transfrontaliers, il pourrait être utile **d'établir un répertoire des organismes sociaux et solidaires européens**, agréés dans chaque Etat membre, avec quelques données de base : activité, siège social, nombre de salariés...

Box 15

How do you think common criteria for defining, labelling and rating social funds and social businesses might be most effectively established?

Who should establish them and develop them over time?

How might they be verified, to ensure they are appropriately used in practice?

Please set out views on the pros and cons of different approaches.

Nous avons répondu à la question de la définition des organismes sociaux et solidaires dans la Box 1. Il est difficile de définir précisément un organisme social et solidaire. C'est pourquoi **l'agrément d'une autorité publique locale** (en France, par exemple, les préfectures) nous semble nécessaire.

Compte tenu des avantages accordés aux organismes sociaux et solidaires liés à la spécificité de leur activité et aux « handicaps » qu'elle entraîne par rapport à une activité classique, cet agrément par une autorité incontestable nous paraît indispensable pour éviter les effets d'aubaine et la captation indue de ces avantages par des organismes traditionnels.

Parallèlement, l'existence d'un label permet aussi de mieux mettre en valeur les organismes et les fonds sociaux, en particulier en favorisant les bonnes pratiques de transparence. Nous y sommes favorables. En France, par exemple, Finansol labellise les entreprises et les fonds solidaires.

Box 16

Do you think a strong new EU label (e.g. supported by a common logo) would help social investment funds succeed? Please give reasons for your answer.

How might the appropriate use of such a brand be ensured in practice, and potential for confusion with other brands or labels diminished?

Même si l'intérêt des épargnants ira sans doute prioritairement sur des organismes sociaux et solidaires locaux, l'AFG trouve intéressante l'idée d'avoir un **label/logo européen des fonds sociaux**. Ce logo

devrait couvrir à la fois les fonds 90/10 et les fonds spécialisés en étant transparent sur la part investie en organismes sociaux et solidaires.

La Commission Européenne pourrait favoriser la commercialisation de ces fonds au niveau européen en établissant une reconnaissance mutuelle des labels nationaux au niveau européen.

Box 17

What steps do you think might be taken at the European level to facilitate better intermediation between funds and social businesses? Are there particular responsibilities that you think fund managers should take on?

Do you think there are any possible actions at the European level that might ensure effective distribution of social investment funds?

La Commission européenne pourrait inciter les distributeurs à publier dans les bilans RSE la part des fonds sociaux dans le total de l'épargne financière collectée et les montants investis par cette institution.

L'établissement d'une **base de données des organismes sociaux et solidaires européens** serait aussi très utile, comme souligné dans la réponse à la Box 14.

Enfin, dans le cadre de la révision de la Directive IORP, les fonds de pension pourraient être incités à investir dans des fonds sociaux européens.

Box 18

How might tax incentives be made useful? Please provide data on any existing such incentives you are aware of.

Are there any other measures you think might be possible to maximise investor's access to social investment funds, or the attractiveness of these for investors?

L'AFG est persuadée qu'un **régime fiscal favorable** contribuerait fortement au succès des fonds sociaux. En France, l'exemple des fonds de private equity (fonds d'investissement de proximité et fonds communs de placement dans l'innovation) montre que le régime fiscal favorable créé a permis de financer de nombreuses PME.

Au niveau européen, une réflexion pourrait être menée pour créer un **mécanisme de liquidité** pour assurer la liquidité des titres sociaux et solidaires ou même un mécanisme de garantie qui permette de se couvrir en cas de faillite de l'organisme social et solidaire.

*

**

If you need any further information, please do not hesitate to contact Laure Delahousse at +33 1 44 94 94 39 (l.delahousse@afg.asso.fr) or Audrey Hyvernât at +33 1 44 94 96 63 (a.hyvernât@afg.asso.fr).

ANNEXE 1

	Philanthropie	Organismes Sociaux et solidaires	Entreprises traditionnelles
Logique de fonctionnement	Logique de don	Logique d'aide	Logique de profit
Objectif	Fournir des services gratuits, Délivrer des dons ou subventions pour que ces services existent	Fournir des services à fort impact social et environnemental en assurant sa pérennité par une rentabilité raisonnable	Maximiser la rentabilité de ses fonds propres en fournissant des produits ou services marchands
Provenance des capitaux	Subventions, dons et legs	Fonds propres et prêts à des conditions privilégiées dans le but de contribuer à un impact social ou environnemental positif	Fonds propres et prêts fournis dans le but d'obtenir un rendement le plus élevé possible dans le cadre du risque pris

ANNEXE 2

	Fonds alternatifs	Fonds traditionnels	Fonds sociaux
Réglementation	AIFM	UCITS IV	A construire
Objectif	Donner un cadre juridique à une gestion tirant le meilleur profit des opportunités de marché	Protéger l'épargnant qui vise à maximiser la rentabilité de ses capitaux relativement au risque pris	Fournir un cadre permettant une rentabilité honorable des placements tout en maximisant leur impact social et environnemental

LES ENTREPRISES SOCIALES

Les entreprises sociales, aussi diverses soient-elles, conjuguent le plus souvent - dans des proportions variables - trois dimensions essentielles :

▸ **un projet économique**, inscrit dans le marché : prise de risque, production de biens et services, modèle économique viable, réponse à une demande, création de richesses et d'emplois, indépendance vis-à-vis des pouvoirs publics,...

▸ **une finalité sociale** : lutte contre l'exclusion (chômage, pauvreté, handicap, etc.), création ou maintien d'emplois durables et de qualité, valorisation d'un territoire, d'un patrimoine ou d'un environnement, garantie d'un juste revenu aux producteurs, développement du lien social, etc...

▸ **une gouvernance participative** : implication / participation des parties prenantes, processus de décision non fondé sur la propriété du capital, rémunération limitée du capital, excédents investis au service du projet...

Si elles partagent avec les entreprises « classiques » l'affirmation d'un projet économique et la nécessité de dégager des excédents, elles s'en distinguent très nettement par leur finalité : **les excédents ne sont pas une fin en soi, mais bien un moyen au service d'un projet social.**

De plus, les entreprises sociales, projets collectifs par essence, s'attachent à rémunérer de manière raisonnée leurs dirigeants et leurs éventuels actionnaires. Elles veillent également à limiter l'écart entre les rémunérations de ses dirigeants et celles des autres salariés.

Elles peuvent adopter des statuts très divers : associations, coopératives, mutuelles, fondations, SA, SARL...

Les entreprises sociales peuvent être conduites par des entrepreneurs sociaux, qui sont de vrais entrepreneurs avec les mêmes contraintes et la même volonté de développer durablement leur entreprise, mais pour lesquels l'objectif de gagner de l'argent passe au second plan derrière la volonté d'avoir un impact social ou environnemental positif.

Le Mouvement des Entrepreneurs Sociaux en donne la définition suivante :

« Les entreprises sociales sont des entreprises dont la finalité sociale, sociétale ou environnementale, est centrale. Elles observent un principe de lucrativité limitée (profits largement réinvestis dans le projet, rémunération limitée du capital, échelle des salaires encadrée) et cherchent à associer les parties prenantes à leur gouvernance. »

LES ENTREPRISES SOLIDAIRES

Les entreprises solidaires sont des entreprises sociales qui ont obtenu un agrément spécifique de la préfecture du département de leur siège. Cet agrément leur est délivré si elles respectent des critères plus stricts définis par le Code du travail (article L 3332-17-1) :

L'entreprise solidaire est une entreprise **non cotée** dont :

* soit un tiers des salariés sont en contrat d'insertion par l'activité économique, en contrat de travail aidé (contrat emploi-jeune, contrat accompagnement dans l'emploi, contrat d'avenir, contrat jeune en entreprise, contrat initiative-emploi, contrat d'insertion RMA, contrat d'activité adulte-relais), en contrat de professionnalisation dans le cadre de convention de groupements d'employeurs, bénéficie de l'accompagnement personnalisé pour l'accès à l'emploi ou sont reconnus travailleurs handicapés.

* soit l'entreprise est constituée sous forme d'associations, de coopératives, de mutuelles, d'institutions de prévoyance ou de sociétés dont les dirigeants sont élus par les salariés, les adhérents ou les sociétaires, et, la moyenne des rémunérations des cinq salariés ou dirigeants les mieux rémunérés n'excède pas cinq fois le SMIC.

Les entreprises d'insertion par l'activité économique conventionnées par l'Etat et les entreprises adaptées conventionnées par l'Etat bénéficient de droit de l'agrément d'entreprise solidaire.

Les organismes dont l'actif est composé pour au moins 35 % de titres émis par des entreprises solidaires ou les établissements de crédit dont 80 % de l'ensemble des prêts et des investissements sont effectués en faveur des entreprises solidaires sont également assimilés aux entreprises solidaires.

L'obtention de l'agrément donne accès à l'épargne solidaire détenue au sein des fonds solidaires qui offrent aux entreprises solidaires des conditions privilégiées d'accès aux fonds propres et aux financements.

Pour cela, elles peuvent émettre des « titres » définis par l'article R3332-21-4 du code du travail :
« Les titres émis par des entreprises solidaires s'entendent des titres de capital, des titres obligataires, des billets à ordre, des bons de caisse, des avances en comptes courants, des titres participatifs et des prêts participatifs émis ou consentis par ces mêmes entreprises. »

Les plans d'épargne entreprise (PEE) et les plans d'épargne retraite complémentaire (PERCO) doivent proposer au moins un support d'investissement solidaire à leurs souscripteurs.

L'association Finansol a identifié quatre grands domaines d'actions des entreprises solidaires :

- **L'emploi** : Insertion par l'activité économique, revitalisation des territoires en difficulté, égalité des chances...
- **Le social et le logement** : Insertion par le logement, entraide et santé...
- **L'environnement** : Filières biologiques, énergies renouvelables, protection de la nature...
- **La solidarité internationale** : Microcrédits, commerce équitable, aide au développement...

L'ÉCONOMIE SOLIDAIRE

L'économie solidaire est née progressivement, au cours des dernières décennies du XX^{ème} siècle, d'une volonté de retour à l'un des principes fondateurs de l'économie sociale : la solidarité.

L'économie solidaire repose donc, comme l'économie sociale, sur la volonté de placer l'homme au cœur de l'économie, mais elle met davantage l'accent sur la réduction des inégalités sociales, et se définit plutôt par la nature des projets que par des statuts.

« L'économie solidaire, c'est un mouvement qui regroupe des milliers d'initiatives locales [entreprises adaptées aux personnes handicapées, logement des exclus, éducation populaire, aide aux personnes, accès aux loisirs pour les plus démunis, recyclage, protection de l'environnement, commerce équitable, régies de quartier....] pour produire, consommer, employer, épargner et décider autrement. Produisant à la fois de la valeur ajoutée marchande et de la valeur sociale (...) C'est une économie de proximité en pleine expansion, dont les emplois ne peuvent être délocalisés. ». (Extrait du Manifeste de l'économie solidaire)

L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE

L'Investissement Socialement Responsable est une approche consistant à prendre systématiquement en compte les trois dimensions que sont l'environnement, le social/sociétal et la gouvernance (ESG) en sus des critères financiers usuels. Les modalités de mise en œuvre peuvent revêtir des formes multiples fondées sur la sélection positive, l'exclusion où les deux à la fois, le tout intégrant, le cas échéant, des critères de dialogue avec les émetteurs.

Alors que l'épargne solidaire permet aux épargnants de soutenir des activités à forte utilité sociale (et ainsi d'aider des personnes en difficulté), les fonds gérés selon des critères socialement responsables permettent aux épargnants d'investir dans les grandes entreprises (en général cotées en bourse) ayant les meilleures pratiques en matière sociétale et environnementale. Ces épargnants mettent ainsi à profit l'influence qu'ils peuvent avoir, en tant qu'investisseurs, afin de promouvoir ces bonnes pratiques.

Cela peut se traduire par une politique de vote exigeante en assemblées générales, par le dépôt de résolutions pour ces assemblées, par le dialogue actionnarial avec les dirigeants. Certains secteurs, jugés peu vertueux, peuvent être exclus de l'univers d'investissement.

C'est une façon de se comporter de manière responsable en tant qu'actionnaire d'entreprises traditionnelles.

En tant que gérant ou investisseur, c'est une façon de choisir ses investissements en prenant en compte des critères extra-financiers assez subjectifs, propre à chaque gérant, et définis dans les domaines de la gouvernance, du respect de l'environnement et des aspects sociaux (droits humains, fournisseurs, salariés, clients...)

L'EPARGNE DE PARTAGE

Elle consiste pour l'épargnant à donner une partie des revenus du produit de partage qu'il a souscrit à un partenaire bénéficiaire (association, fondation...) reconnu d'Utilité Publique.

Il s'agit donc d'effectuer un don « automatique », à un partenaire pré-identifié, proportionnellement aux revenus d'un produit financier.

L'épargne de partage s'inscrit donc dans le domaine de la philanthropie.

Elle se distingue de l'épargne solidaire par le fait qu'aucun remboursement des dons n'est attendu. Les dons effectués sont définitifs. Ils donnent lieu à un régime fiscal favorable. Le capital de l'épargnant n'est pas en risque sur le partenaire bénéficiaire.

En revanche, l'épargnant solidaire souhaite que son capital lui soit rendu avec un intérêt dont il accepte la modestie pour aider l'emprunteur solidaire. Ce capital (ou une partie) est en risque sur l'emprunteur solidaire aidé.