



# Guide pratique des OFS

(Organismes de financement spécialisé)

Juin 2020



**L'Association Française de la Gestion financière** (AFG) représente et défend les intérêts des professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers.

Créée en 1961, elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective via les Organismes de placement collectif (OPC). Ses membres sont les sociétés de gestion de portefeuille, entrepreneuriales ou filiales de groupes bancaires ou d'assurance, français et étrangers. Depuis 2009, l'AFG accueille des "membres correspondants" (88 à fin 2019) représentatifs de l'écosystème de la gestion : avocats, cabinets de conseil, SSII, fournisseurs de données, succursales.

La gestion d'actifs française représente plus de 4 000 Mds € sous gestion, soit un quart du marché de la gestion d'Europe continentale. Source de plus de 85 000 emplois dont 26 000 propres aux sociétés de gestion, elle joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie.

L'AFG a pour mission d'informer, d'assister et de former ses adhérents. Elle leur apporte un concours permanent dans les domaines juridique, fiscal, économique, comptable et technique.

Elle anime la réflexion de la profession sur l'évolution des techniques de gestion, la recherche, et la protection et l'orientation de l'épargne.

Interlocuteur des pouvoirs publics français, européens et internationaux, l'AFG contribue activement à l'évolution de la réglementation. Elle définit les règles de déontologie de la profession et joue un rôle moteur en matière de gouvernement d'entreprise.

L'Association contribue également à la promotion et au rayonnement de la gestion française (l'une des premières au monde) auprès de l'ensemble des acteurs concernés : investisseurs, émetteurs, politiques et médias, en France et à l'international.

41 rue de la Bienfaisance | 75008 Paris | Tél. +33 (0)1 44 94 94 00  
45 rue de Trèves | 1040 Bruxelles | Tél. +32 (0)2 486 02 90  
@AFG\_France | [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

# Guide pratique des OFS (Organismes de financement spécialisé)

Jun 2020

## Remarque importante

Ce Guide pratique a été élaboré par l'AFG avec le concours du Cabinet Kramer Levin LLP et des membres de la Commission Fonds de Dette et Titrisation de l'AFG afin de familiariser les membres de l'AFG avec ce nouveau véhicule juridique que constitue l'Organisme de financement spécialisé.

Ce Guide pratique se veut synthétique et ne prétend pas à l'exhaustivité. Il ne saurait être interprété comme constituant des conseils à l'attention des membres de l'AFG et chaque membre de l'AFG est invité à se forger sa propre opinion sur les éléments contenus dans ce Guide pratique avant d'envisager la constitution d'un Organisme de financement spécialisé. La responsabilité de l'AFG, du Cabinet Kramer Levin LLP ou des membres de la Commission Fonds de Dette et Titrisation de l'AFG ne saurait être engagée à un titre quelconque en relation avec ce Guide pratique.

Ce Guide pratique reflète la compréhension par ses auteurs de l'état du droit à la date d'avril 2020. Il fera l'objet de mises à jour périodiques par l'AFG. Il est néanmoins vivement recommandé à ses lecteurs de s'assurer que, postérieurement à sa date de publication ou de ses mises à jour, aucune modification législative ou réglementaire ou aucune interprétation administrative n'est intervenue de nature à en altérer le contenu.

<b>Remarques générales</b>	<b>4</b>
<b>Glossaire</b>	<b>5</b>
<b>1. Textes fondateurs de l'OFS</b>	<b>6</b>
<b>2. Caractéristiques générales de l'OFS</b>	<b>7</b>
2.1 Définition	7
2.2 Forme juridique	7
2.3 Formalités AMF – Constitution – Commercialisation	8
2.4 Labels	9
<b>3. Traits distinctifs de l'OFS par rapport aux FPS et aux OT</b>	<b>11</b>
3.1 Traits distinctifs de l'OFS par rapport à l'OT	11
3.2 Traits distinctifs de l'OFS par rapport au FPS	13
<b>4. Actif de l'OFS</b>	<b>15</b>
4.1 Titres financiers	15
4.2 Créances	15
4.3 Prêts	16
4.4 Garanties ou sûretés	17
4.5 Contrats constituant des instruments financiers à terme	17
4.6 Sous-participation en risque ou en trésorerie	18
4.7 Biens de l'article L. 214-154 du CMF	18
4.8 Autres classes d'actifs	18
4.9 Opérations de cession ou d'acquisition temporaire d'instruments financiers	19
4.10 Liquidités	19
4.11 Détention d'actifs à titre accessoire	19

<b>5. Passif de l'OFS</b>	<b>20</b>
5.1 Émission de parts, actions ou titres de créance	20
5.2 Contrats constituant des instruments financiers à terme	23
5.3 Emprunts	23
<b>6. Règles de gestion</b>	<b>24</b>
6.1 Absence de règles de diversification ou d'emprise	24
6.2 Règle d'engagement général	24
6.3 Stratégie "Buy & hold"	24
<b>7. Règles de protection dérogoires au droit commun</b>	<b>25</b>
7.1 Absence d'assujettissement aux procédures collectives	25
7.2 Interdiction des saisies sur actifs	25
7.3 Opposabilité des règles d'allocation des paiements	25
7.4 Inapplication des règles de nullité facultative de la période suspecte	25
7.5 Mode de cession simplifié et opposable des créances	26
7.6 Transfert de plein droit et sans formalité des sûretés	26
7.7 Engagement irrévocable du débiteur	26
7.8 Possibilité de créer des comptes à affectation spéciale	27
<b>8. Traitement comptable et fiscal</b>	<b>28</b>
8.1 Traitement comptable	28
8.2 Traitement fiscal	28
<b>Annexe</b>	
Tableau synthétique des OFS, OT et FPS	31

# Remarques générales

Afin de renforcer l'attractivité et la compétitivité de la place financière de Paris, le législateur a créé le 3 janvier 2018 un nouveau véhicule de financement relevant de la Directive AIFM, l' "Organisme de financement spécialisé" (**OFS**).

L'OFS est un véhicule de droit français pouvant réaliser des investissements en France et à l'étranger et être souscrits par des investisseurs français et étrangers dans des conditions juridiques et fiscales optimales.

Ses fonctionnalités en font un véhicule sûr, flexible et efficient fiscalement, très en avance par rapport aux véhicules concurrents européens :

- 1 Il est déclaré à l'AMF, mais n'est pas soumis à l'agrément de cette dernière ;
- 2 Il peut investir dans tous types d'actifs en France et à l'étranger : octroi de prêts, créances, titres de créance ou de capital, actifs physiques ;
- 3 Il peut émettre des titres de créance, outre des parts ou actions, régis par le droit français ou un droit étranger en application des articles L. 214-290-1 et D. 214-240-2 du CMF ;
- 4 Il peut être investi par tous types d'investisseurs professionnels français ou étrangers, et notamment les "clients professionnels" au sens de la Directive MIFID 2 ;
- 5 Il ne peut pas effectuer du "tranching du risque de crédit"<sup>1</sup> et un investissement réalisé par un investisseur dans un OFS n'est dès lors pas considéré sur le plan prudentiel comme un investissement dans une titrisation ;
- 6 Il bénéficie de modes dérogatoires de transfert des créances et des sûretés, sans coûts ni formalités ;
- 7 Il est *bankruptcy remote* de par la loi et peut donner lieu à la création de plusieurs compartiments ;
- 8 Il bénéficie d'un régime fiscal favorable : soit la quasi-transparence fiscale<sup>2</sup> (si l'OFS prend la forme d'une copropriété sans personnalité morale), soit l'opacité fiscale (si l'OFS prend la forme d'une société) ce qui doit lui permettre d'avoir le statut de "résident" au sens des conventions de non-double imposition conclues par la France sur la base du modèle OCDE, et donc de réduire ou d'éliminer toutes retenues à la source sur les revenus d'investissement de source étrangère, sous réserve que cette qualité de "résident" soit bien reconnue dans l'État source des revenus ;
- 9 Il peut bénéficier du Label ELTIF ou du Label FPE ;
- 10 Les statuts ou le règlement ainsi que l'ensemble des documents d'information à l'attention des investisseurs peuvent être rédigés en langue anglaise.

1) Sauf dans les conditions du c) de l'article D. 214-240-3 du CMF, auquel cas l'OFS peut entrer dans le champ d'application des Règlements Titrisation. En effet au titre de ce paragraphe c), bien qu'économiquement tout porteur de titres de créance supporte proportionnellement également une perte au titre des actions ou parts qu'il détient, il y a bien juridiquement une priorité dans l'allocation des pertes du porteur d'actions ou de parts par rapport au porteur de titres de créance.

2) L'OFS est, en ce cas, exonéré d'impôt sur les sociétés en France. L'impôt est en revanche liquidé entre les mains des porteurs de parts selon des modalités qui diffèrent suivant leur qualité. S'agissant des personnes physiques, la méthode du "coupottage" permet une ventilation des revenus suivant leur origine et leur nature et le fait générateur d'imposition en France est établi, non pas au moment de l'encaissement des produits par le fonds mais au moment de leur distribution effective. Le fait générateur est également décalé au moment de la distribution des produits par le fonds entre les mains des personnes morales établies en France si ces dernières peuvent revendiquer une exonération d'IS sur les écarts de valeur liquidative comme c'est le cas par exemple des entreprises exerçant majoritairement leur activité dans le secteur de l'assurance sur la vie ou de capitalisation. Les autres personnes morales soumises à l'IS en France restent taxées sur les écarts de valeur liquidative (dispositif prévu à l'article 209-0 A du Code général des impôts).

# GLOSSAIRE

**CMF** désigne le Code monétaire et financier.

**Directive AIFM** désigne la Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

**Directive MIFID 2** désigne la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la Directive 2002/92/CE et la Directive 2011/61/UE.

**Directive TVA** désigne la Directive n° 2006/112/CE du Conseil du 28 novembre 2006 relative au système commun de la TVA.

**FIA** désigne un fonds d'investissement alternatif régi par la Directive AIFM.

**Label ELTIF** désigne un fonds agréé ELTIF par une autorité nationale compétente conformément au Règlement ELTIF.

**Label FPE** désigne le label des "fonds de prêts à l'économie" résultant du décret n° 2013-717 du 2 août 2013 (JORF n° 0182 du 7 août 2013), modifié par le décret n° 2014-1530 du 17 décembre 2014 (JORF n° 0293 du 19 décembre 2014) modifiant les règles d'investissement des entreprises d'assurance, des institutions de prévoyance, des mutuelles et de leurs unions (et notamment s'agissant des entreprises d'assurance l'article R. 332-14-2 du Code des assurances).

**Loi Dailly** désigne les dispositions de la loi Dailly, initialement du 2 janvier 1981 et aujourd'hui codifiée aux articles L. 313-23 et suivants du CMF, aux termes desquels un emprunteur bénéficiant d'un crédit consenti par un établissement de crédit, une société de financement et, depuis l'Ordonnance, certains FIA (dont l'OFS) peut soit céder les créances professionnelles qu'il détient à titre d'escompte (crédit et cession de créances se confondent) ou à titre de garantie ou de nantissement (crédit et cession ou nantissement se distinguent).

**Loi PACTE** désigne la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises adoptée le 11 avril 2019 (JORF n° 0119 du 23 mai 2019).

**Règlement Comptable** désigne le règlement n° 2018-04 du 12 octobre 2018 de l'Autorité des normes comptables modifiant le règlement ANC n° 2014-01 relatif au plan comptable général des organismes de placement collectif à capital variable, homologué par arrêté du 26 décembre 2018.

**Règlement ELTIF** désigne le règlement (UE) 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme.

**Règlement Prospectus** désigne le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la Directive 2003/71/CE.

**Règlements Titrisation** désigne (1) le règlement (UE) 2017/2401 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et (2) le règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 648/2012.

# 1. Textes fondateurs de l'OFS

L'ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette (JORF n° 0233 du 5 octobre 2017 – intégrée au CMF) (**Ordonnance**) a créé une nouvelle catégorie de fonds d'investissement alternatif (**FIA**), l'organisme de financement spécialisé (**OFS**), qui vient compléter les autres catégories de FIA dédiés au financement que sont les fonds professionnels spécialisés (**FPS**) et les organismes de titrisation (**OT**).

Cette Ordonnance a été complétée par :

- le décret n° 2018-1004 du 19 novembre 2018 (JORF n° 0269 du 21 novembre 2018 – intégré au CMF) ;
- le décret n° 2018-1008 du 19 novembre 2018 (JORF n° 0270 du 22 novembre 2018 – intégré au CMF) ;
- l'arrêté du 12 février 2019 (JORF n° 0044 du 21 février 2019) portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
- la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 (JORF n° 0119 du 23 mai 2019) relative à la croissance et à la transformation des entreprises (PACTE) ;
- le décret n° 2019-1296 du 4 décembre 2019 (JORF n° 0283 du 6 décembre 2019) précisant les règles de fonctionnement des organismes de financement en application de la loi du 22 mai 2019.

L'OFS est un véhicule qui permet de réaliser en droit français tous les investissements d'un véhicule souhaitant se prévaloir du Label ELTIF.

L'OFS peut investir dans un large éventail d'actifs (prêts, créances, titres de créance simples ou donnant accès au capital de l'émetteur, titres de capital, biens) et se financer auprès d'une large base d'investisseurs européens comprenant les investisseurs particuliers (*retail*) dès lors que ceux-ci investissent un montant minimum de 100 000 euros ou, si l'OFS est agréé ELTIF par l'AMF, de 10 000 euros<sup>3</sup>.

Afin de promouvoir l'OFS, le législateur permet la transformation sans dissolution des OT et des FPS existants en OFS.

Le législateur a souhaité, dans un souci de simplification rédactionnelle, définir des règles communes applicables aux OFS et aux OT qui sont définis comme des "Organismes de financement".

Le régime des FPS n'a pas été modifié par l'Ordonnance. En revanche, plusieurs dispositions d'ordre réglementaire concernant les FPS l'ont été à l'occasion des décrets d'application de l'Ordonnance du 19 novembre 2018.

3) Dans les conditions du Règlement ELTIF.



## 2. Caractéristiques générales de l'OFS

### 2.1 Définition

L'OFS a pour objet :

- d'une part, d'investir directement ou indirectement dans un ou plusieurs actifs suivants : instruments financiers, créances ou tout autre bien au sens de l'article L. 214-154 du CMF, sous-participations en risque ou en trésorerie ; et
- d'autre part, d'en assurer le financement par l'émission de parts, d'actions ou de titres de créance, la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme, le recours à l'emprunt ou à toute autre forme de ressources, de dettes ou d'engagements.

Les "instruments financiers" visent les titres financiers (titres de capital, titres de créance et les parts ou actions d'organismes de placement collectif) ainsi que les contrats financiers, également dénommés "instruments financiers à terme".

Les "biens au sens de l'article L. 214-154 du CMF" doivent satisfaire aux règles suivantes : (1) la propriété du bien est fondée soit sur une inscription, soit sur un acte authentique, soit sur un acte sous seing privé dont la valeur probante est reconnue par la loi française<sup>4</sup>, (2) le bien ne fait l'objet d'aucune sûreté autre que celles éventuellement constituées pour la réalisation de l'objet de gestion du fonds, (3) le bien fait l'objet d'une valorisation fiable sous forme d'un prix calculé de façon précise et établi régulièrement, qui est soit un prix de marché, soit un prix fourni par un système de valorisation permettant de déterminer la valeur à laquelle l'actif pourrait être échangé entre des parties avisées et contractant en connaissance de cause dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions normales de concurrence et (4) la liquidité du bien permet au fonds de respecter ses obligations en matière d'exécution des rachats vis-à-vis de ses porteurs et actionnaires définis par ses statuts ou son règlement.

À noter que la Loi PACTE répute la 1<sup>ère</sup> condition satisfaite pour les biens qui font l'objet d'une inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (*blockchain*).

### 2.2 Forme juridique

L'OFS peut prendre deux formes juridiques :

- un fonds de financement spécialisé constitué sous la forme d'une copropriété sans personnalité morale (**FFS**) ;
- une société de financement spécialisé constituée sous la forme d'une société anonyme ou d'une société par actions simplifiée (**SFS**).

L'OFS peut comprendre des compartiments si le règlement ou les statuts le prévoient. Chaque compartiment est de par la loi étanche des autres compartiments et est considéré comme un fonds en soi, même si la société de gestion et le dépositaire sont communs.

L'OFS est un FIA relevant de la Directive AIFM. À ce titre :

- les parts, actions ou les titres de créance émis par l'OFS peuvent être distribués auprès des investisseurs français ou de l'Union européenne dans le cadre du "passeport commercialisation" de la Directive AIFM<sup>5</sup> ;

<sup>4</sup>) Depuis la Loi PACTE, cette condition est réputée satisfaite pour les biens qui font l'objet d'une inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé.

- l'OFS peut être géré par une société de gestion agréée AIFM en France ou dans un autre État membre de l'Union européenne dans le cadre du "passeport gestion" de la Directive AIFM ;
- le dépositaire de l'OFS est soumis au régime de droit commun d'un dépositaire d'un véhicule relevant de la Directive AIFM, telle que transposée en droit français aux articles L. 214-24-3 et suivants du CMF. Il doit avoir son siège social ou une succursale en France.

Dans les conditions de l'article L. 214-163-III du CMF, la gestion des OFS est assurée par une société de gestion de portefeuille mentionnée à l'article L. 532-9 du CMF. Cette société est désignée, selon le cas, dans le règlement ou les statuts de l'OFS. Pratiquement, les FFS seront gérés par la société de gestion habilitée à réaliser les investissements envisagés. Pour les SFS, soit le mandataire légal (au sens du droit des sociétés) est une société de gestion habilitée à réaliser les investissements envisagés, soit il ne l'est pas et dans ce cas il doit désigner comme délégué de la gestion financière une société de gestion habilitée à réaliser les investissements envisagés.

## 2.3 Formalités AMF – Constitution – Commercialisation

L'OFS est, comme le FPS, un fonds déclaré à, et non agréé par, l'AMF.

La rédaction du prospectus de l'OFS et du règlement (FFS) ou des statuts (SFS) doit respecter les dispositions du prospectus-type et, selon le cas, du règlement-type ou des statuts-type figurant en annexe de l'instruction AMF DOC 2012-06 qui a été modifiée afin de prendre en compte les spécificités de l'OFS. Cette instruction prévoit la possibilité d'aménager l'ordre et le contenu du prospectus dans la mesure où cet aménagement respecte les dispositions légales, réglementaires et déontologiques applicables aux OFS. Ces documents sont très proches de ceux applicables au FPS.

La commercialisation des titres de l'OFS ne peut commencer qu'une fois que l'OFS a reçu de l'AMF l'autorisation de commercialisation des titres en France ou la confirmation par l'AMF de la transmission à l'autorité nationale compétente de la demande de commercialisation des titres dans la juridiction d'accueil<sup>6</sup>.

Il est possible de "pré-commercialiser"<sup>7</sup> les titres de l'OFS en se rapprochant de 50 investisseurs au plus (professionnels ou dont la souscription initiale serait supérieure ou égale à 100 000 euros) afin d'estimer leur appétence préalablement au lancement d'un OFS à condition que cette pré-commercialisation ne s'accompagne pas de la remise d'un bulletin de souscription et/ou de la remise d'une documentation présentant une information définitive sur les caractéristiques de l'OFS.

L'attestation de dépôt des fonds doit être transmise à l'AMF dans le mois qui suit son établissement.

Toute commercialisation des titres de l'OFS auprès d'investisseurs éligibles au regard de l'article 425-19 du RGAMF, qui ne sont pas des "clients professionnels" au sens de l'article D. 533-11 du CMF (lui-même transposant la Directive MIFID 2 et notamment son annexe II), nécessite l'établissement et la remise à ces investisseurs, préalablement à la souscription ou l'acquisition de titres, d'un DICI-PRIIIPS conformément au règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance. En outre, il conviendra de vérifier l'éligibilité des investisseurs mentionnés à l'article 425-19 du RGAMF, qui ne sont pas des "clients professionnels" au sens de l'article D. 533-11 du CMF, au regard du droit de toute juridiction étrangère où l'OFS envisage de commercialiser les titres qu'il émet.

5) Sauf si l'OFS a recours à une structure du passif du type de celle visée au c) de l'article D. 214-240-3 du CMF, auquel cas on ne peut écarter que les autorités de marché étrangères ne dénie le droit de se prévaloir du "passeport commercialisation" pour les titres de créance émis par l'OFS sur la base du c) dudit article. Sur la possibilité de commercialiser les titres de créance sur la base du "passeport commercialisation" de la Directive AIFM, voir Section 5.1 § "Distribution".

6) Si la SGP est agréée conformément à la Directive AIFM.

7) En France, dans les conditions de la position AMF DOC-2014-04. À noter que ce régime particulier de "pré-commercialisation" est susceptible d'être modifié par le projet de règlement européen Cross-border distribution of funds (CBDF).

## 2.4 Labels

### Label FPE (Fonds de Prêts à l'Économie)

L'OFS peut bénéficier du Label FPE si (1) sa stratégie d'investissement consiste à investir dans des créances ou titres de créance sur des entreprises individuelles disposant d'un numéro SIREN ou des personnes morales de droit privé d'un État membre de l'Union européenne exerçant à titre principal une activité commerciale, industrielle, agricole, artisanale ou immobilière, à l'exclusion des activités financières et des organismes de placement collectifs autres que les OPCI (les holdings détenant des participations dans de telles personnes morales sont également éligibles), (2) il n'a pas recours à l'emprunt, (3) il n'effectue des opérations de cession temporaire de titres financiers qu'en qualité de cessionnaire, (4) il ne conclut des contrats sur instruments financiers à terme qu'à des fins de couverture du risque de taux ou du risque de change et (5) il n'a pas recours au "tranching du risque de crédit".

La société de gestion doit être agréée par l'AMF, ce qui exclut les OFS gérés par des sociétés de gestion sur la base du "passeport gestion" de la Directive AIFM.

Le Label FPE résulte d'une auto-déclaration de la société de gestion et les investisseurs font leur affaire personnelle du respect par le fonds des conditions du Label FPE. Il emporte l'obligation pour la société de gestion d'établir trimestriellement des valeurs de réalisation des titres émis par le fonds qui doivent faire l'objet d'une certification annuelle par un expert indépendant.

Depuis l'entrée en vigueur de Solvabilité II le 1<sup>er</sup> janvier 2016 (qui a supprimé pour les entreprises d'assurance et assimilées les pourcentages par catégorie d'actifs pour les remplacer par le principe de la "personne prudente"), le Label FPE a perdu une partie de son intérêt sur le plan prudentiel : la possibilité pour les entreprises d'assurance et assimilées d'investir 5 % de leur bilan dans des titres émis par des fonds bénéficiant du Label FPE.

Pour autant, le Label FPE conserve certains intérêts pour les investisseurs. On mentionnera, de manière non exhaustive, les avantages suivants : (1) il est un gage pour les investisseurs de ce que le fonds investira dans l'"économie réelle"<sup>8</sup>, sans recours à l'effet de levier ou au "tranching du risque de crédit", (2) pour les quelques entreprises d'assurance et assimilées qui n'ont pas migré sous Solvabilité II, il permet de bénéficier du ratio de 5 %, (3) pour les entreprises d'assurance et assimilées qui ont migré sous Solvabilité II, l'investisseur devrait, selon toute vraisemblance, être présumé être une "personne prudente" s'il investit 5 % de son bilan dans des fonds bénéficiant du Label FPE<sup>9</sup>.

Le label FPE peut également permettre aux entreprises d'assurance et assimilées de bénéficier, sous certaines conditions, d'un traitement comptable de faveur lorsqu'elles investissent dans des titres émis par les fonds bénéficiant de ce label.

Rappelons que les FPE<sup>10</sup> relèvent, pour leur inscription au bilan des entreprises d'assurance et assimilées, de l'article R. 343-10 du Code des assurances. À ce titre, comme en dispose l'article R. 345-5 du même Code, les titres émis par un FPE qui peuvent être qualifiés de "valeurs amortissables" ne sont pas assujettis au calcul de la provision pour risque d'exigibilité (dit "PRE").

L'éventuelle qualification des titres émis par un FPE en "valeurs amortissables" nécessite une analyse approfondie compte tenu (i) de l'absence d'une définition de la notion "d'amortissable" dans le Code des assurances et (ii) de la possibilité pour les FPE de revêtir deux structures de passif différentes (émission uniquement de parts ou émission d'obligations assorties de parts ou d'actions)<sup>11</sup>.

Un titre "amortissable" peut être défini comme un titre émis pour une durée limitée contractuelle définie irrévocablement à l'émission. Lorsque le titre arrive à maturité, l'investisseur obtient en contrepartie

<sup>8</sup>) Par "économie réelle", on entend les entreprises qui ne sont ni des placements collectifs, ni des entreprises financières au sens du Règlement ELTIF.

<sup>9</sup>) Le pourcentage de 5 % était en effet celui applicable aux entreprises d'assurance et assimilées avant l'entrée en vigueur de Solvabilité II le 1<sup>er</sup> janvier 2016 (qui a supprimé pour les entreprises d'assurance et assimilées les pourcentages par catégorie d'actifs pour les remplacer par le principe de la "personne prudente").

<sup>10</sup>) Définis à l'article R. 332-14-2 du Code des assurances.

<sup>11</sup>) Article A. 332-3 du Code des assurances.

du titre une valeur de remboursement fixée à l'émission, éventuellement complétée par une indexation déterminable contractuellement sur la base d'indices de marché. La valeur de remboursement peut être versée en espèces ou en nature. Les deux premiers éléments de cette proposition de définition sont rendus nécessaires par l'article 122-1 du plan comptable des entreprises d'assurance<sup>12</sup>, qui dispose que la différence entre le prix d'achat et la valeur de remboursement d'un titre amortissable fait l'objet d'un amortissement.

Les FPE n'émettant que des parts ne permettent pas de définir une valeur de remboursement de ces dernières lors de leur souscription. Ces FPE sont par conséquent, au regard du paragraphe précédent, des valeurs non amortissables et sont ainsi soumis à la PRE.

Pour les FPE constitués d'obligations assorties de parts ou d'actions, les obligations émises pourraient être qualifiées d'amortissables et ainsi ne pas être soumises à la PRE si le FPE est créé pour une durée limitée. Cette durée correspond à la durée contractuelle des obligations, étant précisé que le montant nominal des parts ou des actions ne doit pas représenter en valeur plus de 0,5 % du montant nominal des obligations émises. Dans le cas où le FPE est créé pour une durée non limitée, les obligations seraient considérées comme perpétuelles et ainsi soumises à la PRE.

## Label ELTIF

Tous les actifs éligibles prévus par le Règlement ELTIF le sont par ailleurs pour un OFS.

L'OFS peut bénéficier du Label ELTIF si (1) sa stratégie d'investissement consiste à investir dans des titres de capital, des titres de créance donnant accès au capital de l'émetteur, des titres de créance, des créances, des prêts ou des actifs physiques, émis par une entreprise ressortissante ou non d'un État membre de l'Union européenne et, si cette entreprise est cotée, dont la capitalisation boursière n'excède pas 500 millions d'euros, à condition toutefois que cette entreprise ne soit pas ni une entreprise financière ni un organisme de placement collectif (les classes d'actif éligibles sont plus vastes que celles du Label FPE), (2) il ne procède pas à des ventes à découvert d'actifs (*short selling*), (3) il n'effectue des opérations de cession temporaire de titres financiers que dans la limite de 10 % de l'actif du fonds, et (4) il ne conclut des contrats sur instruments financiers à terme qu'à des fins de couverture du risque de taux ou du risque de change. En revanche, il peut recourir à l'emprunt (à condition que l'emprunt ne serve pas à financer les prêts octroyés par le fonds).

Le Label ELTIF emporte un certain nombre de contraintes, notamment le respect de règles de diversification et d'emprise qui n'existent pas pour le label FPE. L'une d'elles prévoit que le fonds bénéficiant du Label ELTIF doit investir au moins 70 % de son capital dans les catégories mentionnées ci-dessus avec une limite de 10 % par entreprise, cette limite pouvant être relevée jusqu'à 20 % à condition que le montant total des investissements excédant la limite de 10 % n'excède pas 40 % de l'actif du fonds.

La société de gestion peut être agréée par l'AMF ou être une société de gestion établie dans un autre État membre de l'Union européenne agissant sur la base du "passeport gestion" de la Directive AIFM.

Le Label ELTIF est obtenu par un agrément spécifique du fonds auprès de l'autorité nationale compétente (en France, l'AMF). L'agrément d'un fonds intervient dans un délai de 2 mois à compter de la date de dépôt d'une demande d'agrément complète.

L'obtention du Label ELTIF présente un certain nombre d'avantages. On mentionnera, de manière non exhaustive, les avantages suivants : (1) il est un gage pour les investisseurs de ce que le fonds investira dans l'"économie réelle"<sup>13</sup>, (2) il permet d'octroyer des prêts en direct dans l'ensemble des États membres de l'Union européenne, sans se préoccuper des contraintes nationales éventuelles en matière de monopole bancaire (c'est la résultante de l'effet direct du Règlement ELTIF dans le droit de chacun des États membres) et (3) il permet de commercialiser les titres auprès d'investisseurs particuliers (*retail*) dès lors que ceux-ci investissent un montant minimum de 10 000 euros<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Règlement ANC n° 2015-11 du 26 novembre 2015.

<sup>13</sup> Par "économie réelle", on entend les entreprises qui ne sont ni des placements collectifs, ni des entreprises financières au sens du Règlement ELTIF.

<sup>14</sup> Dans les conditions du Règlement ELTIF.

## 3. Traits distinctifs de l'OFS par rapport aux FPS et aux OT

### 3.1 Traits distinctifs de l'OFS par rapport à l'OT

L'OFS présente les traits distinctifs suivants par rapport à l'OT :

#### 1. Appellation

L'appellation d'OT fait référence expressément à la notion de "titrisation" avec la connotation négative qui continue de s'y attacher depuis la crise des *subprimes* de 2008, quand bien même l'OT en question ne réaliserait aucun "tranching du risque de crédit" et par conséquent ne constituerait pas une "titrisation" au sens des Règlements Titrisation.

#### 2. Bénéfice de la Directive AIFM

L'OFS relève de la Directive AIFM et bénéficie dès lors du "passeport gestion" et du "passeport commercialisation" prévus par cette directive dès lors que la société de gestion de portefeuille est agréée "full AIFM" et que l'OFS n'est pas susceptible de rentrer dans le champ d'application des Règlements Titrisation (voir note de bas de page 5).

L'OT est un véhicule de droit français ne relevant pas de la Directive AIFM et ne bénéficiant d'aucun de ces deux passeports<sup>15</sup>. Il en résulte notamment deux conséquences : (1) l'OT ne peut être géré que par une société de gestion agréée par l'AMF, et non une société de gestion AIFM d'un État membre de l'Union européenne, étant cependant précisé qu'elle peut déléguer la gestion financière de l'OT à une société de gestion AIFM française ou d'un autre État membre de l'Union européenne dans le respect des dispositions du RGAMF applicable en matière de délégation de gestion (absence de société de gestion "boîte aux lettres", capacité de la société de gestion à contrôler la bonne exécution par le délégataire de sa mission, etc.), et (2) les titres émis par l'OT sont placés dans les conditions prévues par le Règlement Prospectus.

Certains investisseurs étrangers (notamment les institutionnels européens) peuvent avoir comme exigence de n'investir que dans des véhicules relevant de la Directive AIFM. Ces véhicules présentent à leurs yeux l'avantage d'être régulés par des règles européennes harmonisées en termes d'informations des investisseurs, d'évaluation des actifs, de publication des valeurs liquidatives et de régime de dépositaire.

À l'inverse, l'OT requiert que les investisseurs étrangers soient familiers du régime juridique français et nécessitera, le plus souvent, des *due diligences* plus approfondies.

Enfin, plusieurs États membres de l'Union européenne ont adapté leur législation nationale afin de permettre aux FIA relevant de la Directive AIFM (qu'ils soient constitués dans leur juridiction nationale ou dans celle d'un autre État membre) de pouvoir octroyer des prêts en direct dans leur juridiction. C'est le cas de l'Italie en février 2016, de l'Allemagne en mars 2016 et de la France en novembre 2016 (pour les FPS et les FPCI uniquement) et en novembre 2018 (pour les OT et les OFS). Ces réglementations nationales s'inspirent des recommandations de l'ESMA intitulées "Key principles for a European framework on loan origination by funds" datées du 11 avril 2016. Ces réglementations nationales ne bénéficient pas aux véhicules de droit étranger ne relevant pas de la Directive AIFM.

<sup>15</sup>) Hors OT dit de "contournement".

### 3. Classes d'actifs plus larges

L'OFS peut investir dans tous types de classes d'actifs : octroi de prêts, acquisition de créances, titres de créance simples ou donnant accès au capital de l'émetteur, titres de capital, sous-participations en risque ou en trésorerie et tous autres biens au sens de l'article L. 214-154 du CMF.

À l'inverse, l'OT est le véhicule de dette par excellence. Il peut investir dans les classes d'actifs suivantes : octroi de prêts, acquisition de créances, titres de créance, sous-participations en risque ou en trésorerie, contrats constituant des instruments financiers à terme et garanties.

### 4. Plan comptable des OPC à capital variable

L'OFS, comme n'importe quel autre véhicule relevant de l'univers de la Directive AIFM, est soumis au plan comptable des organismes de placement collectif (OPC) à capital variable fondé sur la notion de "juste valeur". L'OFS doit publier une valeur liquidative de manière périodique et au moins sur une base semestrielle.

À l'inverse, l'OT est soumis à un plan comptable spécifique fondé sur la notion de "coût historique". Les demandes de rachat étant interdites aux investisseurs d'un OT (*close-ended fund*), l'OT n'est pas assujéti au calcul d'une valeur liquidative. S'il revendique le bénéfice du Label FPE, il est cependant tenu d'établir trimestriellement une valeur de réalisation.

### 5. Absence de "tranching du risque de crédit"

L'OFS, à la différence de l'OT, ne peut pas effectuer du "tranching du risque de crédit"<sup>16</sup> en émettant des catégories de titres de type senior/subordonné où les titres subordonnés supportent prioritairement les 1<sup>ères</sup> pertes en capital sur les actifs qu'il détient. Ceci étant dit, l'OFS peut émettre des titres donnant lieu à des droits différents sur le capital et les intérêts dès lors qu'en cas de pertes en capital sur les actifs détenus par l'OFS, ces pertes sont allouées de manière *pari passu* entre les différentes catégories de titres. Rappelons que le "tranching du risque de crédit" est constitutif d'un investissement dans "une position de titrisation" au sens des Règlements Titrisation. Un investissement dans une position de titrisation a un impact négatif sur le traitement prudentiel de l'investissement et oblige l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial à conserver en permanence un intérêt économique net significatif d'au moins 5 %.

### 6. Bénéfice des conventions de non-double imposition

Les SFS sont opaques fiscalement et sont ainsi assujétiées à l'impôt sur les sociétés en France.

Cette opacité fiscale doit permettre aux SFS de se prévaloir de la qualité de "résident" au sens des conventions de non-double imposition conclues par la France sur la base du modèle OCDE<sup>17</sup> et dès lors de bénéficier des dispositions conventionnelles permettant de réduire voire d'éliminer les éventuelles retenues à la source sur les revenus de source étrangère versés aux SFS.

L'administration fiscale nous a indiqué qu'elle était disposée à émettre des certificats de résidence fiscale pour les SFS et que l'absence de marge taxable à l'impôt sur les sociétés pour les SFS ne constituait pas un acte anormal de gestion dès lors que, comme pour les ST sur lesquelles l'administration fiscale a eu à se prononcer dans le passé, il est établi que les SFS (comme les ST) ont été conçues comme cela réglementairement.

<sup>16</sup>) Voir note de bas de page 5.

<sup>17</sup>) Le modèle OCDE des conventions de non-double imposition requiert pour avoir la qualité de "résident" que deux conditions soient remplies : avoir la personnalité juridique et être assujéti à l'impôt dans l'État d'immatriculation.

Reste la question de savoir quelle interprétation les États source donneront à la notion de “résident” au regard des conventions de non-double imposition qu’ils ont conclues avec la France, et notamment si le fait que la SFS soit “assujettie” à l’impôt sur les sociétés en France, mais n’en soit pas un “redevable effectif”, est de nature à remettre en cause de leur point de vue le statut de “résident” de la SFS. Une vérification, au cas par cas, de l’interprétation de la notion de “résident” dans les États source où la SFS a vocation à investir est dès lors souhaitable.

## 3.2 Traits distinctifs de l’OFS par rapport au FPS

L’OFS présente les traits distinctifs suivants par rapport au FPS :

### 1. Possibilité d’émettre des titres de créance

Bien que relevant de l’univers de la Directive AIFM (qui n’évoque que l’émission de parts ou actions), le législateur français a prévu que l’OFS puisse également émettre des titres de créance. En application de l’article D. 214-240-2 du CMF, les titres de créance s’entendent « *des titres de créance négociables ou des obligations ou des titres de créance émis sur le fondement d’un droit étranger* ». Cette faculté est importante à plusieurs titres.

On mentionnera, sans souci d’exhaustivité, les éléments suivants : (1) certains investisseurs institutionnels (particulièrement étrangers) n’investissent que dans des titres de créance compte tenu de leur règles d’allocation d’actifs : l’investissement en actions peut être coûteux sur le plan prudentiel ; les parts de par leur nature juridique hybride (mi-action, mi-dette) ne leur sont pas familières, (2) si l’OFS est constitué sous la forme d’une SFS, l’émission de titres de créance va permettre de réduire la base taxable à l’IS en déduisant des produits financiers de la SFS le montant des charges financières liées aux titres de créance ; si la SFS n’émet que des actions, les produits financiers taxables à l’IS ne font l’objet d’aucune charge déductible autres que les frais de fonctionnement de l’OFS (les dividendes n’étant pas déductibles fiscalement), (3) si l’on souhaite effectuer un placement privé sur le marché US sur la base de la Règle 144-A, seuls des titres de créance sont éligibles, non des parts ou actions.

### 2. Bénéfice des règles de protection dérogatoires au droit commun

L’OFS bénéficie des règles de protection dérogatoires au droit commun qui étaient l’apanage des OT jusqu’à l’Ordonnance, ce qui conduisait certaines sociétés de gestion à choisir l’OT pour cette seule raison.

On citera notamment (1) le mode de cession simplifié et opposable aux tiers des créances et le transfert de plein droit sans formalité des sûretés (hypothèques et cessions Dailly à titre de garantie d’un prêt), (2) le non-assujettissement de l’OFS aux procédures collectives, (3) l’interdiction des mesures de saisies sur les actifs, (4) la non-application des nullités facultatives de la période suspecte, (5) le caractère opposable aux tiers des règles d’allocation des paiements, (6) la possibilité de bénéficier de l’acceptation de la cession par le débiteur cédé (en dehors de tout crédit et donc hors champ de la Loi Dailly) avec les mêmes effets juridiques que l’acceptation prévue par la Loi Dailly.

Ces règles de protection dérogatoires ont été très sensiblement améliorées par le législateur tant pour l’OFS que pour l’OT. Le FPS ne bénéficie d’aucune de ces règles. En particulier, si le FPS a vocation à acquérir des créances de prêts, leur acquisition devra s’effectuer selon les règles de droit commun. À noter toutefois en droit français les deux tempéraments suivants :

- depuis la réforme du droit français des obligations entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2016, le droit commun de la cession a été simplifié : la cession de la créance est opposable aux tiers à compter de l’acte de cession, et non plus comme c’était le cas antérieurement à compter de la signification de la cession de créances par voie d’huissier (ancien art. 1690 du Code civil).

Le FPS peut donc acquérir des créances sur la base du droit commun français. Il n'en demeure pas moins que, lorsque la créance cédée comporte des sûretés dont l'opposabilité du transfert aux tiers est conditionnée par l'accomplissement de formalités (par exemple, inscription modificative à la conservation des hypothèques), ces formalités doivent être effectuées avec les coûts y afférents. Le mode de cession particulier dont bénéficie l'OFS permet d'assurer l'opposabilité du transfert de plein droit des sûretés régies par le droit français, sans formalités ni coûts ;

- le FPS peut acquérir des créances de prêts qui sont assorties, le cas échéant, de nantissement Dailly ou de cession Dailly à titre de garantie octroyés dans les conditions de la Loi Dailly : les sûretés Dailly seront transférées de plein droit au FPS en même temps que l'acquisition des créances de prêts. En outre, le FPS peut, à titre principal, dans le cadre de son activité d'octroi de prêts, être bénéficiaire d'un nantissement Dailly, d'une cession à titre de garantie ou d'une cession escompte dans les conditions de la Loi Dailly<sup>18</sup>.

### 3. Bénéfice des conventions de non-double imposition

Les versions sociétaires des FPS (Sicav ou SLP) ne peuvent prétendre à la qualité de "résident" au sens des conventions de non-double imposition conclues par la France. En revanche, la SFS pourrait, comme indiqué au § 3.1 – 6 ci-dessus, prétendre à la qualité de "résident" et dès lors se prévaloir de ces conventions afin de réduire voire d'éliminer les éventuelles retenues à la source sur les revenus de source étrangère versés à la SFS, sous réserve que cette qualité de "résident" soit bien reconnue dans l'État source des revenus.

---

<sup>18)</sup> Les dispositions de la Loi Dailly s'appliquent à tout FIA habilité à octroyer des prêts en direct, ce qui est le cas du FPS.



## 4. Actif de l'OFS

L'OFS peut investir dans des instruments financiers (qui recouvrent les titres financiers et les contrats financiers), des créances ou tout autre bien au sens de l'article L. 214-154 du CMF et des sous-participations en risque ou en trésorerie.

La loi précise, en outre, que l'OFS peut, dans les conditions prévues par son règlement ou ses statuts, souscrire, acquérir ou détenir des instruments de capital, de capitaux propres ou de quasi-capitaux propres (les OT ne peuvent que détenir des titres de capital, mais non les souscrire ou les acquérir, reçus par conversion, échange ou remboursement de titres de créance ou de titres donnant accès au capital, ou par l'exercice des droits attachés à ces titres).

La loi dispose enfin que l'OFS peut consentir des prêts (1) dans les conditions du Règlement ELTIF pour autant qu'il bénéficie de l'agrément ELTIF octroyé par l'AMF ou (2) dans les conditions fixées par les dispositions réglementaires françaises.

### 4.1 Titres financiers

Les titres financiers constituent une sous-catégorie d'instruments financiers définis à l'article L. 211-1 du CMF. L'OFS peut souscrire ou acquérir :

- des titres de capital (notamment, mais non exclusivement, ceux reçus par conversion, échange ou remboursement de titres de créance ou de titres donnant accès au capital, ou par l'exercice des droits attachés à ces titres) ;
- des titres donnant accès au capital de l'émetteur ;
- des titres de créance ;
- des parts ou actions d'organismes de placement collectif (étant toutefois précisé que la souscription ou l'acquisition de telles parts ou actions ne permettra pas à l'OFS de demander un agrément ELTIF, sauf si les OPC cibles sont eux-mêmes ELTIF, EuVECA ou EuSEF<sup>19</sup>, et de ne se prévaloir du Label FPE que si les organismes en question sont des OPC).

### 4.2 Créances

#### Règles générales

Les créances éligibles sont les créances résultant soit d'un acte déjà intervenu, soit d'un acte à intervenir, que le montant et la date d'exigibilité de ces créances soient ou non encore déterminés et que les débiteurs de ces créances soient ou non identifiés (ceci vise les créances futures dès lors qu'elles sont déterminables à leur date d'acquisition), y compris des créances immobilisées, douteuses ou litigieuses.

Les créances peuvent être régies par le droit français ou un droit étranger, et leur acquisition peut s'effectuer par voie de bordereau de cession de droit français (*voir Section 7.5*), ou par tout autre mode de transfert de droit français ou étranger.

<sup>19)</sup> Dans les conditions du Règlement (UE) 2015/760.

## Créances résultant de contrat de location ou de crédit-bail

L'acquisition par l'OFS de créances résultant d'un contrat de location avec ou sans option d'achat ou de crédit-bail bénéficie d'un régime particulièrement protecteur afin d'éviter que l'OFS qui acquiert et finance de telles créances subisse le risque d'une résiliation des contrats de location ou de crédit-bail par l'administrateur judiciaire d'un loueur ou d'un cédant-bailleur en faillite. Si l'administrateur disposait d'une telle faculté de résiliation, l'OFS qui aurait financé les créances futures de loyers n'aurait aucune chance d'être payé des créances de loyers de la part de locataire dont le contrat aurait été résilié.

Pour éviter une telle situation, ni l'ouverture d'une procédure collective ouverte sur le fondement du droit français (Livre VI du Code de commerce) ou d'un droit étranger à l'encontre du loueur ou du cédant-bailleur, ni la cession ou le transfert des biens mobiliers ou immobiliers objets du contrat dans le cadre d'une telle procédure ne peuvent remettre en cause la poursuite du contrat de location ou de crédit-bail dont les créances ont été cédées à l'OFS.

### 4.3 Prêts

L'OFS peut octroyer des prêts sur la base de trois fondements juridiques :

- les dispositions du Règlement ELTIF pour autant que l'OFS ait obtenu le Label ELTIF de l'AMF auquel cas les conditions d'octroi des prêts sont régies par les dispositions dudit Règlement, non par les dispositions réglementaires françaises ;
- les dispositions réglementaires françaises résultant du décret d'application de l'Ordonnance du 19 novembre 2018 ;
- le cas échéant, les dispositions légales et réglementaires (hors ELTIF) d'un pays tiers qui admettraient qu'un OFS français puisse octroyer des prêts dans sa juridiction.

Quel que soit le fondement retenu, la société de gestion doit disposer d'un agrément spécifique pour l'activité d'"Octroi de prêts" de la part de l'AMF ou de l'autorité nationale compétente si l'OFS est géré par une société de gestion établie dans un autre État membre de l'Union européenne ("passeport gestion" de la Directive AIFM).

Les prêts octroyés par un OFS ne peuvent être consentis qu'à des entreprises individuelles ou des personnes morales de droit privé exerçant à titre principal une activité commerciale, industrielle, agricole, artisanale ou immobilière, ressortissant ou non d'un État membre de l'Union européenne (à la différence du Label FPE qui exige que ces personnes morales soient ressortissantes d'un État membre de l'Union européenne), à l'exclusion des "entreprises financières" (telles que définies dans le Règlement ELTIF) et des organismes de placement collectifs. Les holdings détenant des participations dans de telles personnes morales sont également éligibles.

Lorsqu'un OFS octroie des prêts sur le fondement des dispositions réglementaires françaises pour plus de 10 % de son actif net, les règles suivantes lui sont applicables :

- a) les prêts ne peuvent être accordés pour une durée excédant la durée de vie résiduelle du fonds ;
- b) le règlement ou les statuts prévoient que les rachats de parts ou actions ne sont pas possibles au cours de la vie du fonds, sauf si le règlement ou les statuts définissent une politique de rachat dont l'objectif est d'éviter qu'un déséquilibre entre les demandes de rachat et l'actif du fonds ne lui permette pas d'honorer les demandes de rachat dans des conditions préservant l'intérêt des investisseurs et leur égalité de traitement ;
- c) l'OFS peut recourir à des emprunts de liquidités, y compris pour financer les prêts qu'il octroie (ce qui n'est pas possible si le fonds souhaite se prévaloir du Label ELTIF) à condition notamment que (1) le montant total emprunté n'excède pas 30 % de l'actif net du fonds (étant précisé

que les emprunts de nature temporaire et entièrement couverts par les promesses contractuelles d'apport de capitaux de la part des investisseurs ne sont pas pris en compte pour ce calcul des 30 %) et (2) les emprunts aient une échéance inférieure à la durée de vie résiduelle du fonds ;

- d)** il n'a pas recours à des contrats financiers autrement qu'à des fins de couverture du risque de taux ou du risque de change ;
- e)** il n'effectue pas de ventes à découvert d'instruments financiers ;
- f)** il peut procéder à des opérations de pension ou assimilées dans la limite de 10 % de son actif net ;

Si les prêts n'excèdent pas 10 % de l'actif net du fonds, seules les conditions a) et d) susvisées sont applicables.

Depuis l'entrée en vigueur de l'Ordonnance le 3 janvier 2018, les prêts consentis par un OFS (il en est de même des prêts consentis par un FPS ou un OT) peuvent bénéficier des dispositions de la Loi Dailly et en particulier de la cession de créances à titre de garantie par l'emprunteur ou de l'acceptation par le débiteur cédé de la cession des créances dont il est redevable.

La cession de créance à titre de garantie est l'une des sûretés les plus efficaces sur les flux en droit français. Cette efficacité a été confirmée par la dernière jurisprudence française : à compter de la date apposée sur le bordereau de cession de créances, les créances sortent du patrimoine du cédant-emprunteur pour rentrer dans le patrimoine du cessionnaire-prêteur, et ce nonobstant l'ouverture d'une procédure collective ultérieure à l'encontre du cédant-emprunteur.

Un FIA de droit étranger bénéficiant du Label ELTIF, et donc habilité à octroyer des prêts en France, ne peut se prévaloir des dispositions de loi Dailly et donc être cessionnaire de créances à titre de garantie des prêts qu'il octroie.

#### **4.4 Garanties ou sûretés**

L'OFS peut octroyer tout type de garantie (par exemple, aval, cautionnement ou garantie à première demande) ou de sûreté dans les conditions prévues par son règlement ou ses statuts.

Lorsque l'OFS octroie des sûretés, l'acte constitutif de ces sûretés doit définir la nature des biens ou droits que le bénéficiaire des sûretés peut utiliser ou aliéner. À défaut de cette indication, le bénéficiaire ne peut utiliser ou aliéner que des dépôts ou des liquidités.

L'émission de garanties n'est pas régie par les dispositions des articles R. 214-203-1 à R. 214-203-9 du CMF. Il en résulte notamment que la société de gestion n'a pas à disposer d'un agrément spécifique pour l'activité d'"Octroi de prêts" mais uniquement d'un agrément "Créances".

#### **4.5 Contrats constituant des instruments financiers à terme**

Les contrats financiers constituent une sous-catégorie d'instruments financiers définis à l'article L. 211-1 du CMF. L'OFS peut donc conclure tout type d'instruments financiers à terme à des fins de couverture du risque de change ou de taux (ce sont les seuls instruments financiers à terme autorisés si l'OFS souhaite se prévaloir du Label FPE, du Label ELTIF ou octroyer des prêts) mais également à des fins de couverture du risque de crédit (dérivés de crédit, des CDS par exemple) soit comme acheteur, soit comme vendeur du risque de crédit.

Le règlement ou les statuts de l'OFS doivent préciser les conditions de la conclusion des contrats constituant des instruments financiers à terme.

## 4.6 Sous-participation en risque ou en trésorerie

Les opérations de sous-participation de risque ou en trésorerie où l'OFS intervient comme "sous-participant" d'une "banque fronteuse" peut être une solution idoine dans les juridictions où l'octroi de prêts par un fonds n'est pas autorisé ou l'acquisition par le fonds de créances de prêts soulève des problèmes juridiques et fiscaux, notamment en termes d'opposabilité aux tiers de la cession de la créance, de coût de transfert des sûretés et d'éventuelle retenue à la source sur les intérêts dus par l'emprunteur étranger à l'OFS.

Le "sous-participant" n'ayant aucun lien juridique avec l'emprunteur, il est en risque sur la banque fronteuse qui peut s'avérer défaillante, alors même que l'emprunteur exécute l'intégralité de ses obligations au titre du prêt. Pour réduire, en tout ou partie, ce risque de contrepartie, le sous-participant pourra demander à la banque fronteuse qu'elle lui donne une garantie financière (au sens de la Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière), qui présente la particularité d'être exécutoire, même en cas de faillite de la banque fronteuse.

La réalisation d'opérations de sous-participation en risque ou en trésorerie n'est pas régie par les dispositions des articles R. 214-203-1 à R. 214-203-9 du CMF. Il en résulte notamment que la société de gestion n'a pas à disposer d'un agrément spécifique pour l'activité d'"Octroi de prêts" mais uniquement d'un agrément "Créances".

## 4.7 Biens de l'article L. 214-154 du CMF

L'OFS peut détenir des biens s'ils respectent les conditions fixées à l'article L. 214-154 du CMF. La Loi PACTE a précisé que la condition de la propriété juridique du bien par l'OFS est réputée satisfaite pour les biens qui font l'objet d'une inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (*blockchain*).

La définition de "biens" au sens du Code civil est vaste et recouvre aussi bien les meubles et les immeubles. Les biens meubles peuvent correspondre notamment à des immobilisations corporelles (actifs physiques), des immobilisations incorporelles (brevets, marques) ou des stocks.

L'OFS pourra ainsi acquérir des actifs physiques qu'il pourra donner en location, éventuellement dans le cadre d'une opération de crédit-bail ou de location avec option d'achat. En effet, l'article R. 214-203-1 du CMF assimile aux prêts les opérations de crédit mentionnées à l'article L. 313-1 du CMF, lequel recouvre les opérations de crédit-bail et de manière générale toute opération de location assortie d'une option d'achat.

Pour effectuer des opérations de crédit-bail et de manière générale toute opération de location assortie d'une option d'achat, la société de gestion doit disposer d'un agrément spécifique pour l'activité d'"Octroi de prêts" de la part de l'AMF ou de l'autorité nationale compétente si l'OFS est géré par une société de gestion établie dans un autre État membre de l'Union européenne ("passeport gestion" de la Directive AIFM).

## 4.8 Autres classes d'actifs

### Avances en compte courant

L'OFS peut consentir des avances en compte courant aux sociétés dans lesquelles il détient une participation pour la durée de l'investissement, sous réserve que cette participation soit au moins égale à 5 % du capital. L'octroi d'avances en compte courant n'est pas régi par les dispositions des articles R. 214-203-1 à R. 214-203-9 du CMF. Il en résulte notamment que la société de gestion n'a pas à disposer d'un agrément spécifique pour l'activité d'"Octroi de prêts" mais uniquement d'un agrément "Créances".

## Engagements futurs de mise à disposition

L'OFS qui a acquis ou s'est engagé à acquérir une créance à naître de la mise à disposition de fonds (ce qui recouvre notamment les ouvertures de crédit confirmées non encore intégralement tirées mais également les engagements par signature qui se traduisent par une mise à disposition de fonds différée en cas de défaillance du débiteur de l'obligation garantie) à une personne morale de droit privé ou public ou à une personne physique agissant dans l'exercice de son activité professionnelle peut, de convention écrite expresse et avec l'acceptation du débiteur, reprendre l'engagement futur de mise à disposition des fonds pris initialement par le cédant envers le débiteur en libérant ce dernier pour l'avenir le cédant de ses obligations. Dès lors que l'OFS, en reprenant l'engagement de mise à disposition future de fonds, est amené à octroyer des prêts à l'avenir au lieu et place du cédant, il semble (sous réserve d'une appréciation au cas par cas) que la société de gestion qui le gère doit disposer d'un agrément spécifique pour l'activité d'"Octroi de prêts".

## Affacturage

L'OFS peut acquérir des créances professionnelles à titre d'escompte auprès d'entreprises en ayant recours au bordereau de cession prévu par la Loi Dailly comme le font aujourd'hui nombre de factors. Cette activité d'acquisition de créances existantes nécessite uniquement un agrément "Créances" (cf. *Position-recommandation DOC-2012-19 et instruction DOC-2016-02*).

### 4.9 Opérations de cession ou d'acquisition temporaire d'instruments financiers

L'OFS peut procéder dans la limite de son actif à des opérations de pension ou assimilées (comprenant notamment les opérations de prêt-emprunt de titres) avec certaines contreparties éligibles et à condition que ces opérations portent sur des titres de créance ou des liquidités.

Les opérations de pension ou assimilées sont cependant limitées si l'OFS souhaite bénéficier du Label FPE (voir Section 2.4 § "Label FPE"), du Label ELTIF (voir Section 2.4 § "Label ELTIF") ou octroyer des prêts (voir Section 4.3).

### 4.10 Liquidités

À la différence des OT, l'OFS peut investir les sommes momentanément disponibles en instance d'affectation sans contraintes particulières en termes de règles de placement.

### 4.11 Détention d'actifs à titre accessoire

L'OFS peut détenir les actifs qui lui sont transférés au titre de la réalisation ou de la constitution des sûretés, garanties et accessoires attachés aux actifs détenus par l'OFS, ou au titre des sûretés et garanties qui lui sont accordées ou au titre de droits attachés ou relatifs à des créances qui sont transférées, résultant de contrats de crédit-bail ou de location avec option d'achat.

Il peut également détenir les actifs qui sont transférés au titre des engagements qu'il prend au travers de contrats constituant des instruments financiers à terme.

## 5. Passif de l'OFS

L'OFS assure le financement de ses actifs par l'émission de parts, d'actions ou de titres de créance, la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme, le recours à l'emprunt ou à toute autre forme de ressources, de dettes ou d'engagements.

### 5.1 Émission de parts, actions ou titres de créance

#### Nature juridique

L'OFS peut émettre des parts (FFS), des actions (SFS) et, le cas échéant des titres de créance qui constituent des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du CMF.

Les parts ont un montant nominal minimal à l'émission de 150 euros (ou son équivalent dans l'unité monétaire à l'émission). Le FFS doit comprendre à tout moment un nombre minimal de deux parts.

L'OFS peut, comme les OT, outre les parts ou actions, émettre des titres de créance, c'est-à-dire des titres de créances négociables, des obligations ou des titres de créance émis sur le fondement d'un droit étranger en application des articles L. 214-290-1 et D. 214-240-2 du CMF.

La pratique qui s'est développée en matière d'émission de titres de créance par les OT est transposable aux émissions de titres de créance par les OFS. Si les titres de créance prennent la forme d'obligations régies par le droit français, l'émission d'obligations par la SFS (qui est juridiquement soit une société anonyme, soit une société par actions simplifiée) est régie par les dispositions du Code de commerce applicable aux valeurs mobilières émises par les sociétés par actions. En revanche, l'émission d'obligations par le FFS n'est soumise à aucune de ces dispositions, même s'il pourra s'en inspirer en pratique afin de correspondre aux habitudes des investisseurs.

À noter que la Loi PACTE a aligné les OFS sur le régime d'autres FIA en prévoyant que l'OFS puisse interrompre, partiellement ou totalement, de façon provisoire ou définitive, l'émission de parts, actions ou titres de créance dans les conditions fixées par les statuts ou le règlement de l'OFS, dans les cas et conditions fixés par le RGAMF.

#### Rachat

À la différence des OT qui sont des fonds fermés de par la loi (*closed-ended fund*), les parts, actions et titres de créance émis par un OFS peuvent donner lieu à demande de rachat par l'OFS à la demande des porteurs si le règlement ou les statuts le prévoient.

Le règlement ou les statuts devront aménager, voire interdire, cette faculté en fonction de la liquidité des actifs détenus par l'OFS, quitte à prévoir une période de blocage (*lockup*) et, à l'expiration de cette période de blocage, le plafonnement des demandes de rachat (*gates*). Si l'OFS envisage d'octroyer des prêts, la mise en place de tels mécanismes est une obligation réglementaire (*voir Section 4.3*).

S'agissant de la faculté pour les porteurs de titres de créance de demander le rachat de leurs titres, l'article D. 214-240-4 du CMF précise que, par "demande de rachat", il faut entendre la faculté donnée aux porteurs de demander le remboursement par anticipation des titres de créance. Le remboursement par anticipation d'obligations à l'initiative des porteurs n'est pas la pratique de marché en matière obligataire. L'OFS pourra exclure cette faculté dans son règlement ou ses statuts. Sur le plan juridique, rien cependant n'interdit un émetteur d'émettre des obligations qui incorpore dans les modalités d'émission une faculté de remboursement par anticipation à la main des obligataires.

À noter que la Loi PACTE a aligné les OFS sur le régime d'autres FIA en prévoyant que l'OFS puisse suspendre les demandes de rachat, à titre provisoire, quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des investisseurs ou du public le commande dans les conditions fixées par les statuts ou le règlement de l'OFS, voire plafonner à titre provisoire les demandes de rachat de parts, actions ou titres de créance dans les conditions fixées par le RGAMF.

## Distribution

Comme pour les FPS, en application de l'article 425-19 du RGAMF, les parts, actions ou titres de créance ne peuvent être souscrits ou acquis que par :

- a)** des clients professionnels mentionnés à l'article L. 533-16 du CMF et aux investisseurs étrangers appartenant à une catégorie équivalente sur le fondement du droit du pays dont ils relèvent ;
- b)** des investisseurs dont la souscription initiale est supérieure ou égale à 100 000 euros ;
- c)** des investisseurs, personnes physiques et morales, dont la souscription initiale est d'au moins 30 000 euros et qui répondent à l'une des trois conditions suivantes : (1) ils apportent une assistance dans le domaine technique ou financier aux sociétés non cotées entrant dans l'objet de l'OFS en vue de leur création ou de leur développement, ou (2) ils apportent une aide à la société de gestion en vue de rechercher des investisseurs potentiels ou contribuent aux objectifs poursuivis par elle à l'occasion de la recherche, de la sélection, du suivi, de la cession des investissements, ou (3) ils possèdent une connaissance du capital investissement acquise en qualité d'apporteur direct de fonds propres à des sociétés non cotées ou en qualité de souscripteur soit dans un FPCR ne faisant pas l'objet de publicité et de démarchage, soit dans un FPCI, soit dans un FPS, soit dans une société de capital risque non cotée ;
- d)** des investisseurs dès lors que la souscription ou l'acquisition est réalisée en leur nom et pour leur compte par un prestataire de services d'investissement agissant dans le cadre d'un service d'investissement de gestion de portefeuille ;
- e)** des investisseurs de détail au sens du Règlement ELTIF si l'OFS bénéficie du Label ELTIF.

On rappellera que la commercialisation des titres de l'OFS ne peut commencer qu'une fois que l'OFS a reçu de l'AMF l'autorisation de commercialisation des titres en France si la société de gestion est agréée "full AIFM" ou la confirmation par l'AMF de la transmission à l'autorité nationale compétente de la demande de commercialisation des titres dans la juridiction d'accueil.

Les parts ou actions de l'OFS peuvent être commercialisées dans le cadre du "passport commercialisation" de la Directive AIFM dans le cas où la société de gestion est agréée "full AIFM".

Bien que les titres de créance ne soient pas mentionnés expressément par la Directive AIFM, il n'existe pas de raisons de leur refuser le bénéfice du "passport commercialisation" dès lors que (1) comme les parts ou actions, la rémunération et le remboursement du capital des titres de créance dépendent exclusivement de la rémunération et du remboursement du capital des actifs détenus par l'OFS, (2) la société de gestion de portefeuille est agréée "full AIFM" et l'OFS n'est pas susceptible de rentrer dans le champ d'application des Règlements Titrisation (voir note de bas de page 6).

La Commission européenne indiquait en effet dans un document intitulé *“Questions on Single Market Legislation/Internal Market; General question on Directive 2011/61/EU; ID 1169, Scope and exemptions, que “as a matter of principle, the Commission considers the term “units and shares” to be generic and inclusive of other forms of equity of the fund, i.e. a stock or any other security representing an ownership interest in the fund”*.<sup>20</sup>

Il reste que, si une autorité de marché étrangère déniait à l'OFS le droit de se prévaloir du “passeport commercialisation” pour les titres de créance émis par l'OFS (notamment dans l'hypothèse où l'OFS aurait recours à une structure du passif du type de celle visée au c) de l'article D. 214-240-3 du CMF), les titres de créances de l'OFS pourraient toujours être commercialisés dans le cadre du Règlement Prospectus.

En application du Règlement Prospectus, les titres de créance pourront faire l'objet d'une offre au public exemptée de l'obligation de fournir un prospectus notamment lorsque cette offre s'adresse (1) à des investisseurs qualifiés, (2) à moins de 150 personnes physiques ou morales par État membre, (3) à des investisseurs qui acquièrent ces titres pour un montant total d'au moins 100 000 euros par investisseur et offre distincte. Il n'y aura également pas d'obligation de fournir un prospectus si l'offre au public porte sur des titres dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 100 000 euros.

Rappelons cependant que les titres de créance ne peuvent être commercialisés qu'auprès des investisseurs visés à l'article 425-19 du RGAMF (voir § *“Distribution” ci-dessus*). Cela signifie en pratique, par exemple, que l'offre au public de titres émis par l'OFS ne pourra s'adresser à un “cercle restreint” d'investisseurs (maximum 150) que si les membres de ce “cercle restreint” appartiennent à l'une au moins des catégories d'investisseurs visées à l'article 425-19 du RGAMF.

## Démarchage

Les parts, actions et titres de créance ne peuvent faire l'objet de démarchage, sauf auprès d'investisseurs qualifiés mentionnés au II de l'article L. 411-2 du CMF.

## DICI-PRIIPS

Le Règlement européen PRIIPS impose la remise d'un DIIC aux investisseurs qui ne sont pas des “clients professionnels” au sens de la Directive MIFID 2 (notion européenne transposée en droit français aux articles L. 533-16 et D. 533-11 du CMF). Dans la mesure où les OFS ne sont pas exclusivement réservés aux “clients professionnels” mais peuvent être distribués auprès des investisseurs visés à l'article 425-19 du RGAMF (voir § *“Distribution” ci-dessus points b) à e)*), l'OFS pourra être amené à produire un tel document au profit de ces investisseurs.

## Catégories différentes

Les parts, actions ou titres de créance peuvent donner lieu à des droits différents sur le capital et les intérêts dès lors que le risque de crédit associé ne fait l'objet d'aucune règle de subordination (absence de *“tranching”* du risque de crédit”).

---

<sup>20)</sup> De la même manière, la FCA dans un document intitulé *“The Perimeter Guidance Manual, Chapter 16, Scope of the Alternative Investment Fund Managers Directive”, précisait que “Profits and income from the assets are channelled back to the holders of the debt securities through interest on the debt securities and a payment on redemption. In principle, such a scheme could be a CIU if the investors invested through shares in the SPV. If the SPV has no equity shareholders (or no significant equity shareholders) and if all the profits and losses flow through to the investors via the return on their debt securities there is an argument that it should make no difference that the investors hold their interest through debt securities rather than through shares”*.



Le décret d'application de l'Ordonnance du 19 novembre 2018 précise ce qu'il faut entendre par "absence de règle de subordination" :

- a) soit le montant des parts émises par le FFS ne représente pas plus de 0,5 % en valeur du montant nominal des titres de créance ou 300 euros (ou son équivalent dans l'unité monétaire de l'émission) ou le montant des actions émises par la SFS ne représente pas plus de 0,5 % en valeur du montant nominal des titres de créance ;
- b) soit, le règlement ou les statuts de l'OFS prévoient en cas de perte en capital sur les actifs que cette perte sera allouée de manière égale entre tous les investisseurs au prorata de leurs droits respectifs.
- c) soit chaque investisseur de l'OFS détient à tout moment une proportion identique du montant de chaque catégorie de parts, actions et titres de créances émis par celui-ci.

Dit autrement, rien n'interdit à un OFS d'émettre des parts, actions et titres de créance conférant des droits différents sur le capital et les intérêts (commissions de gestion différenciée en fonction du montant ou de la date de l'investissement, affiliation au groupe de la société de gestion ou de l'investisseur de référence ; rémunération différenciée ; échéancier de remboursement différencié) dès lors qu'aucune perte en capital sur les actifs de l'OFS ne survient. Si une perte en capital survient, elle doit être allouée de manière égale entre les investisseurs de toutes les catégories de titres au *prorata* de leurs droits.

Si le souhait du promoteur du fonds est de recourir au "tranching du risque de crédit", l'OT et, le cas échéant, le FPS doivent être préférés à l'OFS et les implications sur le plan prudentiel d'un investissement dans ce qui est alors une "position de titrisation" prises en compte.

Les parts, actions ou titres de créance "traçants", c'est-à-dire qui "tracent" ou reflètent la performance d'un actif ou d'une catégorie d'actifs déterminés parmi ceux qui composent l'actifs du fonds et dont les distributions servies aux porteurs correspondent uniquement et exclusivement aux flux générés par ces actifs-source, apparaissent incompatibles dans leur structure et leur fonctionnement aux principes réglementaires et comptables en vigueur en ce qui concerne les OFS. Le fondement juridique de cette interdiction d'une forme de « compartimentation contractuelle » trouve son assise dans l'article D. 214-240-3 du CMF selon lequel « *le paiement des intérêts et le remboursement du principal aux porteurs de titres de créance dépendent de la performance des actifs détenus par l'OFS* » et donc non de la performance d'une catégorie d'entre eux.

## 5.2 Contrats constituant des instruments financiers à terme

L'OFS peut couvrir le financement de ses actifs par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme dans les conditions prévues par son règlement ou ses statuts.

## 5.3 Emprunts

L'OFS peut couvrir le financement de ses actifs par le recours à l'emprunt ou d'autres formes de ressources dans les conditions prévues par son règlement ou ses statuts.

À noter que le recours à l'emprunt est interdit si l'OFS souhaite bénéficier du Label FPE (voir Section 2.4 § "Label FPE"). Il est limité à 30 % si l'OFS souhaite bénéficier du Label ELTIF (voir Section 2.4 § "Label ELTIF") ou octroyer des prêts (voir Section 4.3).

## 6. Règles de gestion

L'OFS est soumis aux règles de gestion suivantes :

### 6.1 Absence de règles de diversification ou d'emprise

À l'instar des FPS et des OT, l'OFS n'est soumis à aucune contrainte réglementaire en matière de règles de diversification ou d'emprise. En pratique cependant, le règlement ou les statuts prévoient dans la très grande majorité des cas des critères d'éligibilité qui doivent être respectés lors de tout investissement et des règles de diversification qui doivent être respectées à l'expiration de la période d'investissement.

Si l'OFS souhaite se prévaloir du Label ELTIF, il devra au minimum respecter les règles de diversification et d'emprise prévues dans le Règlement ELTIF.

### 6.2 Règle d'engagement général

La perte ou l'engagement net maximal pris par un OFS, évalué à tout moment en tenant compte des couvertures dont il bénéficie, au titre des tirages d'un prêt octroyé ou de l'acquisition de créances à naître de tirages provenant de prêts, d'instruments financiers à terme, de garanties ou de sous-participation en risque ou en trésorerie, ne peuvent excéder la valeur de son actif et le cas échéant le montant non appelé des souscriptions.

### 6.3 Stratégie "Buy & hold"

L'OFS est soumis à des contraintes réglementaires particulières s'il souhaite céder avant échéance des prêts qu'il a octroyés ou des créances qu'il détient. Des contraintes réglementaires différentes s'appliquent aux titres de créance détenus par l'OFS.

L'approbation par l'AMF d'un programme d'activité spécifique est requise pour la cession de prêts non échus ou déchus de leur terme ou de créances non échues ou déchues de leur terme. Toutefois, cette approbation n'est pas exigée dans les cas suivants :

- a)** lorsque le fonds fait l'objet d'une liquidation effectuée dans l'intérêt des porteurs de parts, actionnaires ou de titres de créance émis précédemment ;
- b)** pour une créance de prêt octroyé par le fonds : lorsque le capital restant dû d'une créance non échue du fonds est inférieur à un pourcentage du montant maximal du capital restant dû de cette créance défini dans le règlement ou les statuts (sans pouvoir excéder 10 %) ; *pour des créances détenues par le fonds* : lorsque le capital restant dû des créances non échues du fonds est inférieur à un pourcentage du montant maximal du capital restant dû de ces créances défini dans le règlement ou les statuts (sans pouvoir excéder 10 %) ;
- c)** lorsque les parts, actions ou titres de créance ne sont plus détenus que par un seul porteur et à sa demande ;
- d)** lorsque le fonds doit s'acquitter de ses engagements résultant notamment d'un contrat constituant un instrument financier à terme, d'un prêt, d'une garantie ou d'une sous-participation en risque ;
- e)** en cas de dégradation de la situation financière du débiteur conduisant à la détention de créances douteuses ou litigieuses ;
- f)** lorsque la cession est effectuée afin de permettre au fonds de respecter ses règles d'investissement précisées dans son règlement ou ses statuts.

## 7. Règles de protection dérogatoires au droit commun

L'OFS bénéficie de l'ensemble des règles de protection dérogatoires au droit commun qui étaient jusque-là l'apanage des OT et qui incitaient les sociétés de gestion à retenir l'OT pour cette seule raison. Le FPS ne bénéficie d'aucune de ces règles de protection.

### 7.1 Absence d'assujettissement aux procédures collectives

L'OFS n'est pas assujetti aux dispositions du Livre VI du Code de commerce (notamment les procédures de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaire). Cette règle est nécessaire pour les OFS constitués sous la forme de SFS qui pourrait sinon, en tant que personne morale de droit privé, être assujettie à ces dispositions.

Cette disposition établit légalement la *"bankruptcy remoteness"* de l'OFS.

### 7.2 Interdiction des saisies sur actifs

Les actifs de l'OFS ne peuvent faire l'objet de mesures civiles d'exécution que dans le respect des règles d'allocation des paiements définies dans son règlement ou ses statuts.

Cette disposition permet de s'assurer qu'un créancier ou un investisseur, qui n'aurait pas été payé d'une dette qui lui est due, ne pourra pas appréhender un élément d'actif de l'OFS pour se payer de sa dette en violation des règles d'allocation des paiements et du rang qui est le sien au titre de ces règles.

À l'inverse, cette saisie est possible si l'OFS ne paye pas une dette exigible à un créancier ou un investisseur alors qu'il dispose des ressources disponibles pour le payer eu égard au rang qui est le sien au titre des règles d'allocation des paiements.

### 7.3 Opposabilité des règles d'allocation des paiements

Les règles d'allocation des paiements s'imposent à tous les investisseurs ainsi qu'aux créanciers les ayant acceptées, nonobstant l'ouverture à leur encontre d'une procédure collective (Livre VI du Code de commerce en droit français ou de toute procédure équivalente en droit étranger). Elles sont applicables même en cas de liquidation de l'OFS.

Cette disposition permet de couper court à tout débat sur la validité et l'opposabilité aux organes de la procédure d'un créancier ou d'un investisseur en faillite des règles d'allocation des paiements établissant des rangs de paiement différents et qui trouvent leur fondement juridique dans la notion de cession d'antériorité ou de stipulation pour autrui.

### 7.4 Inapplication des règles de nullité facultative de la période suspecte

Il s'agit là d'une innovation importante de l'Ordonnance.

Les dispositions de l'article L. 632-2 du Code de commerce sont inapplicables aux paiements effectués par un OFS ou aux actes à titre onéreux accomplis par un OFS ou à son profit dès lors que ces actes sont

en relation directe avec l'objet de l'OFS. L'article L. 632-2 vise ce qu'il est convenu d'appeler les "nullités facultatives" de la période suspecte qui permettent d'annuler les paiements pour dettes échues et les actes à titre onéreux effectués ou conclus jusqu'au 18 mois précédant la date de cessation des paiements.

À la différence des "nullités de droit" qui sont objectives et contre lesquelles il est aisé de se prémunir, les "nullités facultatives" sont sources d'incertitudes pour les investisseurs et leur inapplication est un élément de protection important.

## **7.5 Mode de cession simplifié et opposable des créances**

Les créances peuvent être cédées à l'OFS par la seule remise d'un bordereau de cession (dont les énonciations et le support sont précisés à l'article D. 214-227 du CMF), ou par tout autre mode d'acquisition, de cession ou de transfert de droit français ou étranger.

Le mode de cession par voie de bordereau de cession, qui ne bénéficiait jusqu'à présent qu'à l'OT, est applicable à l'OFS. Il n'est pas applicable au FPS.

La cession de créances par voie de bordereau a des effets juridiques extrêmement puissants : elle prend effet entre les parties et devient opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise, quelle que soit la date de naissance, d'échéance ou d'exigibilité de la créance, sans qu'il soit besoin d'autre formalité, et ce quelle que soit la loi applicable aux créances et la loi du pays de résidence des débiteurs. Cette cession conserve ses pleins effets nonobstant l'état de cessation des paiements du cédant et nonobstant l'ouverture d'une procédure collective (Livre VI du Code de commerce en droit français ou de toute procédure équivalente en droit étranger) postérieurement à cette cession.

## **7.6 Transfert de plein droit et sans formalité des sûretés**

Comme pour les OT, la cession de créances par voie de bordereau entraîne de plein droit le transfert des sûretés, garanties et autres accessoires attachés à chaque créance, y compris les sûretés hypothécaires, les créances professionnelles cédées à titre de garantie ou nanties conformément à la Loi Dailly et le bénéfice des actes d'acceptations par les débiteurs des créances professionnelles cédées ou nanties conformément à la Loi Dailly, de même que l'opposabilité de ce transfert aux tiers sans qu'il soit besoin d'autre formalité.

Lorsque les sûretés portent sur des actifs situés en France, le bordereau a là encore des effets juridiques extrêmement puissants : il emporte le transfert de plein droit, sans coût ni formalité de ces sûretés et ce de manière opposable aux tiers. Dans le cas particulier de créances hypothécaires, il n'y a donc pas lieu de procéder à une inscription modificative à la Conservation des hypothèques qui donne lieu à une taxe de publicité foncière.

## **7.7 Engagement irrévocable du débiteur**

Il s'agit là d'une innovation importante de l'Ordonnance.

En dehors de tout crédit et distinctement de l'acte d'acceptation par le débiteur de la cession ou du nantissement de créances professionnelles prévu par la Loi Dailly, la loi crée un nouvel acte d'acceptation aux termes duquel le débiteur d'une créance professionnelle (y compris une personne morale de droit public) cédée (en pleine propriété ou à titre de garantie) ou nantie à un OFS peut s'engager envers l'OFS à le payer directement, sans pouvoir lui opposer les exceptions fondées sur ses rapports personnels avec son créancier initial.

Cet acte d'acceptation pourra s'avérer extrêmement utile dans les financements de projets où le porteur du projet cherchera à monétiser les flux à recevoir du bénéficiaire du projet afin de préfinancer le coût des investissements lié à la réalisation du projet. Les investisseurs peuvent être enclins à prendre un risque de crédit sur le bénéficiaire du projet, mais non un risque de performance sur le porteur du projet.

## 7.8 Possibilité de créer des comptes à affectation spéciale

Comme pour l'OT, l'article L. 214-173 du CMF permet de prévoir que toute entité chargée de l'encaissement de sommes dues ou bénéficiant directement ou indirectement à l'OFS doit porter ces sommes sur un compte spécialement affecté au profit d'un ou plusieurs OFS sur lequel les créanciers de l'entité ne peuvent poursuivre le paiement de leurs créances, même en cas d'ouverture d'une procédure collective (Livre VI du Code de commerce en droit français ou de toute procédure équivalente en droit étranger) à l'encontre de cette entité.

Cette disposition réplique l'équivalent du *trust account* anglo-saxon. Elle assure les investisseurs que les sommes revenant directement ou indirectement à l'OFS et qui sont créditées sur ce compte ne pourront pas être "parasitées" par la faillite de l'entité qui les perçoit et que ces sommes ne seront pas mélangées avec les autres sommes appartenant en propre à l'entité obligeant l'OFS à produire sa créance de restitution des sommes lui revenant comme simple créancier chirographaire (*commingling risk*).

Le compte à affectation spéciale peut concerner au premier chef l'entité chargée du recouvrement des créances cédées mais son domaine d'application est très vaste et peut par exemple s'appliquer aux sommes perçues par la contrepartie de swap de l'OFS, par l'agent d'un crédit syndiqué ou par un sous-recouvreur de créances cédées à l'OFS en deux étapes à l'OFS (cession de créances commerciales détenues par une filiale à sa société mère qui les recède ensuite à l'OFS, où la filiale agit comme sous-recouvreur de la société mère elle-même recouvreur).

# 8. Traitement comptable et fiscal

## 8.1 Traitement comptable

L'OFS est, comme le FPS, un véhicule juridique relevant de la Directive AIFM. Le Règlement Comptable prévoit donc très naturellement de soumettre l'OFS au plan comptable des organismes de placement collectif à capital variable qui prévoit une valorisation des actifs et des passifs en "juste valeur", et non au "coût historique" comme c'est le cas pour les OT en application de leur plan comptable spécifique.

Les parts, actions et titres de créance font l'objet de valeurs liquidatives déterminées périodiquement.

## 8.2 Traitement fiscal

### Dispositions communes à l'ensemble des OFS

**Exonération de TVA :** par un courrier de la Direction de la législation fiscale à l'AFG du 23 janvier 2019, l'administration fiscale a confirmé que la gestion des OFS bénéficie de l'exonération de la TVA prévue par le g) du 1° de l'article 135 de la Directive TVA, telle que transposée en droit français au f) du 1° de l'article 261 C du Code général des impôts.

**Absence de retenue sur les intérêts des titres de créance émis par l'OFS :** en cas d'émission de titres de créance, absence de retenue à la source sur les intérêts versés par l'OFS, sauf versement dans un État ou un territoire non-coopératif (article 125 A, III du Code général des impôts).

### Dispositions spécifiques au FFS

Le régime fiscal du FFS (en vigueur à la date du présent Guide pratique) peut être résumé de la manière suivante :

- 1 Absence d'imposition des revenus encaissés au niveau du FFS.
- 2 Taxation des revenus entre les mains des investisseurs lorsqu'ils sont distribués par le FFS ("quasi-transparence fiscale") *versus* lors de leur encaissement par le FFS (vraie "transparence fiscale").

Par un courrier de la Direction de la législation fiscale à l'AFG du 21 mars 2019, l'administration fiscale a confirmé que, par analogie avec la solution retenue pour les FCP et les FCT, le fait générateur d'imposition à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux entre les mains d'un porteur de parts personne physique, résident fiscal français, des produits réalisés par le FFS est reporté à la date de mise en paiement des produits des parts. Ces produits constituent des revenus de capitaux mobiliers et supportent, le cas échéant, le prélèvement forfaitaire obligatoire dans les conditions de droit commun.

- 3 Absence du bénéfice des conventions de non-double imposition en cas de revenus de source étrangère : à défaut, il est souvent possible d'appliquer par transparence les conventions entre l'État source des revenus et les États de résidence fiscale des investisseurs à condition que les différents États concernés reconnaissent la quasi-transparence fiscale du FFS.
- 4 Couponnage : les revenus distribués par le FFS conservent chez les investisseurs la nature fiscale qu'ils ont lors de leur encaissement par le FFS. Cela n'a pas d'incidences pour les investisseurs personnes morales de droit français soumises à l'IS. En revanche, le couponnage

peut avoir un impact pour les investisseurs personnes physiques françaises. Par exemple, *flat tax* à 30 % sur les revenus de capitaux mobiliers *versus* l'impôt au barème progressif pour les autres catégories de revenus.

- 5 Imposition des investisseurs, personnes morales soumises à l'IS sur les plus-values latentes des actifs détenus par le FFS alors qu'elles n'ont pas encore perçu le produit de la plus-value (article 209-0 A du Code général des impôts) avec néanmoins la correction du prix de revient en cas de cession des parts ultérieurement (accélération d'IS mais non double-imposition).

## Dispositions spécifiques à la SFS

Le régime fiscal de la SFS (en vigueur à la date du présent Guide pratique) peut être résumé de la manière suivante :

- 1 La SFS est assujettie à l'impôt sur les sociétés sur une base aménagée par la loi de finances pour 2019 (art. 38, 2 *ter* du Code général des impôts) qui correspond à : produits sur opérations financières et autres produits éventuels + plus-values nettes réalisées (comptabilisées dans les capitaux propres au passif) + gains de change latents – charges sur opérations financières et autres charges éventuelles – moins-values nettes réalisées – pertes de change latentes. Les plus et moins-values latentes (autres que liées à des gains ou pertes de change latents) ne rentrent pas dans l'assiette imposable à l'IS.
- 2 Bénéfice des conventions de non-double imposition en cas de revenus de source étrangère (*voir comme indiqué à la Section 3.1 § 6 ci-dessus*) : la SFS pourrait se prévaloir de la qualité de "résident" dès lors qu'elle est redevable de l'impôt sur les sociétés chaque fois que la convention fiscale bilatérale applicable définira le "résident" comme la personne assujettie à l'impôt en raison de son domicile, de sa résidence, de son siège de direction ou de tout autre critère de nature analogue (cas de la plupart des conventions fiscales).
- 3 Le dispositif de taxation des écarts de valeurs liquidatives prévu à l'article 209-0 A du Code général des impôts ne s'applique pas aux personnes morales soumise à l'IS ayant investi dans une SFS.
- 4 Pas d'assujettissement de la SFS à la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE). Par un courrier de la Direction de la législation fiscale à l'AFG du 23 janvier 2019, l'administration fiscale a confirmé que la SFS n'exerçant pas elle-même une activité professionnelle (celle-ci étant assurée par la société de gestion), elle n'est pas assujettie à la CVAE.
- 5 Malgré les demandes exprimées par l'AFG, il n'existe pas à ce jour d'exonération de C3S : le taux de la C3S est de 0,16 % du "chiffre d'affaires hors taxes" avec un abattement annuel de 19 millions d'euros. Au cas particulier de la SFS, il faut sans doute interpréter la notion de "chiffre d'affaires hors taxes" par référence au Règlement Comptable qui prévoit une rubrique "Produits sur opérations financières". Cette rubrique ne devrait comprendre que les revenus d'intérêts et assimilés (par exemple, les indemnités de remboursement anticipé d'un prêt) et non les plus-values de cession éventuelles.

Cela signifie en pratique qu'une SFS dont le capital investi serait de 760 millions d'euros à un taux d'intérêt de 2,50 % p.a. n'acquittera pas de C3S compte tenu de l'abattement de 19 millions d'euros.

S'agissant de la détermination de l'assiette imposable à l'IS, deux options principales peuvent être envisagées :

- 1 Une option *"full share"* au sens où la SFS n'émet que des actions, et non des titres de créance. En ce cas, la base imposable à l'IS correspondra aux revenus financiers sans imputation possible de charges financières. Une telle option est peu viable sur le plan fiscal puisque les investisseurs seront eux-mêmes également taxés, à moins que ces derniers puissent se prévaloir du régime mère-fille (qui suppose que les investisseurs détiennent au moins 5 % des actions de la SFS et les détiennent pendant plus de 2 ans).

Si le régime mère-fille peut être appliqué (article 216 du Code général des impôts), les dividendes reçus par les actionnaires établis en France (qui correspondent à des revenus qui auront été intégralement taxés à l'IS au niveau de la SFS) ne seront pas imposables à l'IS à nouveau chez ces derniers à l'exception d'une quote-part de frais et charges de 5 % des dividendes versés.

Les investisseurs personnes physiques fiscalement domiciliées en France seront quant à eux soumis à la flat tax de 30 %.

En cas de versement de dividendes à un actionnaire non-résident, une retenue à la source<sup>21</sup> pourra être pratiquée en France (article 119 *bis* du Code général des impôts), sous réserve toutefois de l'application éventuelle de la directive européenne 2011/96/UE du 30 novembre 2011 dite "mère-fille" offrant une exonération de retenue à la source ainsi que des conventions fiscales bilatérales éventuellement applicables susceptibles de réduire voire de supprimer une telle retenue.

- 2 Une option *"full debt"* au sens où la SFS émet des actions pour le montant minimum légal requis par la forme juridique de la SFS retenue (société anonyme ou société par actions simplifiée) et émet des titres de créance pour le solde.

En ce cas, la base imposable à l'IS correspondra aux revenus financiers après imputation des charges financières dues sur les titres de créance (*sur la question de la détermination du montant minimum d'IS requis au niveau de la SFS, voir Section 3.1 § 6 ci-dessus*).

Pour éviter l'application de la limite de déductibilité fiscale des intérêts prévue à l'article 39-1-3° du Code général des impôts (taux égal à la moyenne annuelle des taux effectifs moyens pratiqués par les établissements de crédit et les sociétés de financement pour des prêts à taux variable aux entreprises d'une durée initiale supérieure à 2 ans), il sera indispensable de veiller à ce que le ou les actionnaires de la SFS ne soient pas des "entreprises liées" aux investisseurs obligataires.

Le nouveau régime de déduction des charges financières entré en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019 qui limite la déductibilité des "charges financières nettes" dans la limite du plus élevé des deux montants suivants (i) 3 millions d'euros et (ii) 30 % de l'EBITDA fiscal en l'absence de situation de sous-capitalisation (ces seuils passent respectivement à 1 million d'euros et 10 % de l'EBITDA fiscal en cas de sous-capitalisation) ne devrait pas en principe trouver à s'appliquer. La SFS ne devrait pas, par construction, être structurée pour supporter des "charges financières nettes" entendues comme étant la différence entre les intérêts reçus et les intérêts versés.

Quant aux investisseurs fiscalement domiciliés ou établis en France, ils seront taxés dans les conditions de droit commun : au taux normal de l'impôt sur les sociétés s'il s'agit de personnes morales ou à la flat tax de 30 % s'il s'agit de personnes physiques. Il est rappelé qu'aucune retenue à la source ne sera pratiquée sur les intérêts des titres de créance émis par la SFS, sauf versement dans un État ou un territoire non-coopératif (art. 125 A, III du Code général des impôts).

<sup>21)</sup> Cette retenue à la source de droit interne est actuellement liquidée au taux de 30 % ou de 12,8 % suivant que l'actionnaire non-résident est une personne morale ou une personne physique.



# ANNEXE

## TABLEAU SYNTHÉTIQUE DES OFS, OT ET FPS

	OFS	OT	FPS
<b>Forme juridique</b>	Fonds et société	Fonds (principalement) et société	Fonds et société, en ce incluse société de libre partenariat (société en commandite)
<b>Documents constitutifs</b>	Règlement et/ou statuts et prospectus	Règlement et/ou statuts	Règlement et/ou statuts et prospectus (statuts uniquement pour la SLP)
<b>Compartiments</b>	Possible	Possible	Possible
<b>Agrément à la constitution</b>	Non	Non	Non
<b>Règlement Titrisation</b>	Non applicable (sauf, si la subordination est possible, dans certains cas particuliers - voir "Tranching" ci-après)	Applicable en cas de "tranching du risque de crédit" (y compris STS)	Applicable en cas de "tranching du risque de crédit" (y compris STS)
<b>AIFM</b>	Oui	Non sauf OT dit "de contournement" (si, notamment, la majorité des actifs est composée de titres de créance et fait l'objet de gestion discrétionnaire)	Oui
<b>EMIR</b>	Contrepartie financière en tant que FIA	Contrepartie non financière sauf exception	Contrepartie financière en tant que FIA
<b>Éligibilité au label ELTIF</b>	Éligible	A priori non éligible	Éligible
<b>FPE</b>	Éligible	Éligible	Éligible
<b>Activités</b>	Investissements dans des actifs de l'article L. 214-190-1	Exposition à des risques de l'article L. 214-175-1, y compris risques d'assurance	Investissement dans des "biens" au sens de l'article L. 214-254
<b>Inapplication du droit de la faillite au véhicule</b>	Oui	Oui	Non
<b>Régime fiscal</b>	Fonds : régime dérogatoire de neutralité fiscale ; Société : régime fiscal dérogatoire au droit commun particulier qui permet de se prévaloir de la qualité de "résident fiscal" au sens des conventions de non-double imposition	Fonds : régime dérogatoire de neutralité fiscale ; Société : régime fiscal de droit commun ; Statut de résident fiscal uniquement pour une société	Fonds : régime dérogatoire de neutralité fiscale
<b>Régime comptable</b>	Plan comptable des OPC tel que complété et modifié (Règlement ANC N° 2018-04 du 12/10/2018)	Plan comptable spécifique prévu par le Règlement ANC n° 2015-06 du 23/11/2015 ("Coût historique")	Plan comptable des OPC tel que complété et modifié (Règlement ANC N° 2018-04 du 12/10/2018)

	OFS	OT	FPS
<b>Actifs éligibles – actifs incorporels (hors titres de capital)</b>	Oui, biens (incorporels) respectant les conditions de l'article L. 214-154 du CMF, instruments financiers (incluant les titres de créance), créances, liquidités, contrats constituant des instruments financiers à terme, garanties, sûretés, sous-participations	Oui, créances, titres de créance, liquidités, contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance, garanties, sûretés, sous-participations	Oui, biens (incorporels) respectant les conditions de l'article L. 214-154 du CMF, en ce inclus instruments financiers (incluant les titres de créance), créances, liquidités, contrats constituant des instruments financiers à terme, garanties, sûretés, sous-participations
<b>Actifs éligibles – titres de capital</b>	Oui à titre primaire ou secondaire	Non à titre primaire. Oui à titre secondaire en cas de conversion, échange ou remboursement de titres de créance, ou exercice des droits attachés à des titres de créance	Oui à titre primaire ou secondaire
<b>Actifs éligibles – Biens corporels</b>	Oui, y compris au titre de la réalisation de sûretés, dans les conditions de l'article L. 214-154 du CMF	Non (sauf réalisation de sûretés)	Oui, y compris au titre de la réalisation de sûretés, dans les conditions de l'article L. 214-154 du CMF
<b>Octroi de prêts</b>	Oui (sous conditions)	Oui (sous conditions)	Oui (sous conditions)
<b>Bénéfice de la loi "Daily"</b>	Oui	Oui	Oui
<b>Modes d'acquisition des créances</b>	Bordereau spécifique, bordereau Daily ou cession de droit commun	Bordereau spécifique, bordereau Daily ou cession de droit commun	Bordereau Daily ou cession de droit commun
<b>Recouvrement</b>	Cédant, recouvreur au moment de la cession, SGP ou tiers désigné	Cédant, recouvreur au moment de la cession, SGP ou tiers désigné	SGP
<b>Compte d'affectation spéciale</b>	Oui	Oui	Non
<b>Gestion active</b>	Oui (sous réserve de l'agrément d'un programme d'activité spécifique par l'AMF)	Oui (sous réserve de l'agrément d'un programme d'activité spécifique par l'AMF)	Oui (sous réserve de l'agrément d'un programme d'activité spécifique par l'AMF)
<b>Émission de titres</b>	Actions (société), parts (fonds) et/ou titres de créance	Actions (société), parts (fonds) et/ou titres de créance	Actions (société), parts (fonds)
<b>Tranching</b>	Non (sauf exceptions dans les cas prévus à l'article D. 214-240-3 du CMF)	Possible	Possible
<b>Droit de rachat</b>	Possible	Non	Possible
<b>Commercialisation</b>	Comme FIA	En application du Règlement Prospectus	Comme FIA
<b>Emprunt</b>	Oui (sous conditions)	Oui (sous conditions)	Oui (sous conditions)
<b>Effet de levier</b>	Limité (en cas d'octroi de prêts)	Limité (en cas d'octroi de prêts)	Limité (en cas d'octroi de prêts)
<b>Société de gestion</b>	SGP AIFM ou sous les seuils	SGP (régime dérogatoire), ou SGP AIFM ou sous les seuils pour les OT "de contournement"	SGP AIFM ou sous les seuils
<b>Régime dépositaire</b>	Régime FIA	Régime <i>ad hoc</i> (proche du régime de dépositaire des FIA à compter du 1 <sup>er</sup> janvier 2020) <sup>22</sup>	Régime FIA

22) Les OT dit "de contournement" sont soumis au régime général des FIA. Leurs dépositaires sont des dépositaires AIFM.

L'AFG remercie **Gilles SAINT MARC**, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP, qui a piloté la rédaction de ce Guide, ainsi que l'ensemble des membres de la Commission Titrisation et Fonds de Prêt de l'AFG, présidée par **Thibault de SAINT PRIEST**, Acofi Gestion.

Publication réalisée par le pôle Gestion d'Actifs de l'AFG dirigé par **Adina GURAU AUDIBERT**.


41 rue de la Bienfaisance | 75008 Paris | Tél. +33 (0)1 44 94 94 00  
45 rue de Trèves | 1040 Bruxelles | Tél. +32 (0)2 486 02 90  
@AFG\_France | [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

AFG

41 rue de la Bienfaisance

75008 Paris

T: +33 (0)1 44 94 94 00

 @AFG\_France

45 rue de Trèves

1040 Bruxelles

T: +32 (0)2 486 02 90

[www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)



  
association française  
de la gestion financière