

JANVIER 2025

**ETUDE DE LA PERFORMANCE DES
FONDS D'ACTIFS FINANCIERS NON
COTES COMMERCIALISES A DES
CLIENTS NON-PROFESSIONNELS**

Table des matières

Synthèse

1.	Périmètre de l'étude sur les fonds à destination de clients non professionnels	15
1.1.	Définition des catégories juridiques de fonds d'actifs financiers non cotés à destination de clients non-professionnels	15
1.2.	Présentation des fonds inclus dans la collecte, en nombre et en encours, par catégorie juridique	16
2.	Répartition de la performance des fonds vivants au 31 décembre 2023	22
2.1.	Méthodologie et indicateurs statistiques	22
2.2.	Fonds destinés à des clients particuliers non-professionnels : FIP, FCPI, FCPR et Autres FIA (en assurance-vie)	25
2.2.1.	Performances consolidées des FIP, FCPI, FCPR et Autres FIA (en assurance-vie)	25
2.2.2.	Ventilation des performances par millésime	29
2.2.3.	Attribution de performance sur 3 ans des FCPR Evergreen	35
2.3.	Fonds ouverts à des clients non-professionnels avertis : FPCI et FPS	38
2.4.	Synthèse sur la performance des fonds vivants au 31 décembre 2023	40
3.	Analyse de la performance des fonds soldés	41
3.1.	Analyse de la durée de vie des fonds	42
3.2.	Etude de la performance des FIP soldés	44
3.3.	Etude de la performance des FCPI soldés	48
3.4.	Etude de la performance des FCPR Non-Evergreen soldés	51
3.5.	Etude de la performance des FPCI soldés	57
4.	Niveau des frais des fonds d'actifs financiers non cotés à destination de particuliers	58
4.1.	Typologie des frais et indicateurs statistiques utilisés	58
4.2.	Montants des frais des FIP et FCPI	60
4.3.	Montant des frais des FCPR Non-Evergreen et Evergreen	61
4.4.	Montant des frais des Autres FIA en assurance-vie	62
4.5.	Montant des frais des FPCI accessibles à des clients non-professionnels avertis	63
4.6.	Montant des frais des FPS accessibles à des clients non-professionnels avertis	64
4.7.	Relation entre les niveaux de frais et la performance des fonds	65
5.	Annexes	69
5.1.	Glossaire	69
5.2.	Indicateurs statistiques détaillés de la distribution des taux de rendement	71
5.3.	FCPR Evergreen : poids et rendement annualisés équivalents par catégories d'actifs	72
5.4.	Méthode statistique de regroupement des points, par catégorie juridique, de la distribution des frais couplés à la performance	74

Synthèse

1) Contenu de l'étude

Le capital-investissement et la dette privée d'entreprise ou d'infrastructure (communément appelés « actifs financiers non cotés ») sont des actifs qui étaient historiquement réservés majoritairement à des investisseurs institutionnels ou à une clientèle fortunée, à travers notamment les fonds dits « fiscaux » comprenant les Fonds Communs de Placement dans L'Innovation ([FCPI](#)) et les Fonds d'Investissement de Proximité ([FIP](#)). Depuis quelques années, ces actifs financiers non cotés, par opposition aux actifs non cotés immobiliers, sont plus fréquemment proposés à des investisseurs particuliers. Parmi les arguments présentés lors de leur commercialisation, la performance historique de cette classe d'actifs ainsi que la contribution au financement réel de l'économie figurent parmi ceux mis fréquemment en avant.

La présente étude dresse un panorama des différents types de fonds français d'actifs financiers non cotés à destination de [clients non-professionnels](#), incluant la clientèle avertie¹, et en présente les performances historiques à travers une série d'indicateurs quantitatifs. Cette étude couvre l'ensemble des catégories juridiques permettant un investissement principal en actifs financiers non cotés (hors immobilier donc) et une commercialisation à des clients non-professionnels. Les indicateurs chiffrés apportent des éclairages sur la performance des [fonds vivants](#) au 31 décembre 2023 mais également sur la performance des [fonds soldés](#).

Cette publication intègre également des éléments permettant de mieux comprendre les différents types de frais prélevés aux fonds ainsi que leurs niveaux.

Enfin, un glossaire, qui regroupe les principaux termes techniques employés dans cette étude et leur définition, peut être consulté en annexe. Des références au sein du document renvoient vers ce glossaire.

2) Une première étude exhaustive sur les fonds français non-professionnels

A date, il existe un nombre limité d'études sur la performance des fonds français d'actifs financiers non cotés destinés à des [clients non-professionnels](#) et celles-ci présentent le plus souvent une couverture partielle des fonds disponibles car restreintes à certaines catégories juridiques de fonds. Cette publication exhaustive vient dès lors combler ce manque de complétude et s'inscrit dans une démarche de transparence du marché de la gestion d'actifs à laquelle l'AMF souhaite contribuer.

3) Un contexte de démocratisation des fonds de capital investissement et de dette privée

Les encours des fonds non-professionnels investis en actifs financiers non cotés ont cru de manière significative ces dernières années. Les encours des Fonds Communs de Placement à Risques ([FCPR](#)), hors Fonds d'Investissement de Proximité ([FIP](#)) et Fonds Communs de Placement dans L'Innovation ([FCPI](#)), ont progressé de 628 millions d'euros au 31 décembre 2017 à 7,8 milliards d'euros 31 décembre 2023. Cette dynamique de croissance sera probablement amenée à se poursuivre, portée par l'intérêt des épargnants et l'émergence d'initiatives nationales et européennes en faveur de l'accessibilité des fonds

¹ La Directive européenne MIF précise qu'un client professionnel est qualifié d'averti dès lors que le ticket de souscription minimum excède 100 000 euros.

d'actifs financiers non cotés au grand public. D'une part, sur le plan national, la loi industrie verte² pose les bases légales à l'introduction d'une part minimale de fonds principalement investis en actifs financiers non cotés et PME au sein des allocations par défaut des gestions pilotées par horizon des Plans Epargne Retraite. D'autre part, au niveau européen, la révision du règlement européen ELTIF³ a comme objectif de créer un standard européen permettant le développement de fonds investis à long terme dans l'économie à travers le financement d'entreprises non cotées et accessibles à une clientèle de particuliers.

L'AMF souhaite accompagner les investisseurs particuliers dans ce mouvement de démocratisation du capital-investissement notamment en veillant à la qualité de l'information diffusée aux investisseurs sur les performances historiques de ces classes d'actifs et en rappelant qu'elles ne préjugent pas des performances futures.

4) **Diversité des supports d'investissement des fonds d'actifs financiers non cotés**

Les fonds d'actifs financiers non cotés destinés à des [clients non-professionnels](#) se répartissent en catégories juridiques présentant des caractéristiques différentes :

➤ **Les Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR) :**

Les FCPR se décomposent en plusieurs sous-catégories de fonds :

- **Les FCPR « classiques »** : ces fonds doivent respecter le quota d'investissement de 50% minimum en entreprises non cotées applicable à tous les FCPR⁴. Les investissements peuvent être réalisés de manière directe via une prise de participation dans une entreprise non cotée ou indirecte au travers de parts de fonds d'actifs financiers non cotés (fonds de fonds). Il s'agit de fonds fermés aux rachats proposant à leurs investisseurs une durée de vie déterminée généralement comprise entre 8 ans et 12 ans à l'issue de la laquelle les participations sont cédées et rendues aux investisseurs sous forme de distributions.
- **Les FCPR dit « fiscaux » donnant lieu à un avantage fiscal⁵**, sous forme de réduction d'impôts sur le revenu des investisseurs. Cet avantage est octroyé en contrepartie d'un investissement de long terme dans des entreprises présentant des caractéristiques plus précises que celles investies via un FCPR « classique », notamment en matière de taille, de localisation et d'activités :

-Les Fonds d'Investissement de Proximité (FIP) doivent être investis dans des PME régionales non cotées à hauteur de 70% minimum⁶ ;

-Les Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI) doivent être investis en titres de sociétés innovantes non cotées à hauteur de 70% minimum⁷. Ils existent depuis 1997.

² Article 35 de la Loi n° 2023-973 du 23 octobre 2023 relative à l'industrie verte

³ Règlement (UE) 2023/606 "European Long Term Investment Funds"

⁴ Article L214-28 du Code monétaire et financier.

⁵ [Impots.gouv.fr](https://impots.gouv.fr) : Si j'investis dans une entreprise, ai-je droit à une réduction d'impôt ?

⁶ Article L214-31 du Code monétaire et financier.

⁷ Article L214-30 du Code monétaire et financier.

- **Les FCPR ouverts dits « Evergreen »** : apparus plus récemment, ces fonds ont trois ans d'ancienneté moyenne. Les FCPR Evergreen sont ouverts aux souscriptions/rachats en cours de vie et détiennent fréquemment une part notable d'actifs liquides afin de pouvoir honorer des demandes de rachats dans des délais courts (par exemple de manière hebdomadaire). Ces fonds, dit perpétuels, n'ont pas de durée de vie prédéfinie d'où leur appellation *Evergreen* (terme anglais signifiant 'à feuillage persistant').

Les FCPR, comprenant les **FIP** et **FCPI**, **représentent la majorité des encours** des fonds investis dans des actifs financiers non cotés (hors immobilier donc) par les particuliers. En complément, d'autres formes juridiques existent également :

- **Les Fonds Professionnels Spécialisés (FPS) et les Fonds Professionnels de Capital Investissement (FPCI)** : il s'agit de fonds investis en actifs financiers non cotés réservés majoritairement à des clients professionnels. Toutefois, certains FPS et FPCI sont accessibles à des clients non-professionnels avertis requérant un ticket d'investissement minimal de 100 000 euros.
- **Les « Autres FIA » en assurance-vie**: ces fonds d'investissement prennent souvent la forme de sociétés civiles et sont distribués à une clientèle non professionnelle dans des contrats d'assurance-vie en unités de compte.

Chaque catégorie juridique de fonds présentant des spécificités propres (horizon, liquidité, contraintes d'investissement etc.), les indicateurs de performance exposés dans cette étude ont par conséquent été différenciés par catégorie juridique.

5) Hétérogénéité des performances des fonds vivants au 31 décembre 2023

Les performances des fonds investis en actifs financiers non cotés accessibles à des [clients non-professionnels](#) se révèlent hétérogènes entre catégories juridiques et différenciées selon certaines caractéristiques: ouverture/fermeture aux rachats, [appel progressif/unique de capital](#), investissements en direct/via des parts de fonds, etc.

Ces indicateurs de performance restent sensiblement inférieurs aux performances historiques moyennes des fonds réservés à des clients professionnels⁸ ; principalement en raison du recours aux appels progressifs de capitaux pour ces derniers. Par ailleurs, il convient de noter que la performance effective dont bénéficient les clients particuliers lorsque les fonds sont commercialisés en unités de compte doit également tenir compte des frais de gestion des contrats d'assurance-vie qui viennent s'ajouter aux frais des fonds eux-mêmes, diminuant d'autant la performance nette. D'après les données de France Assureurs⁹, les frais de gestion des contrats d'assurance-vie fluctuent en 2023 entre 0,70% et 1,01% et s'élèvent en moyenne à 0,82%.

Il est par ailleurs rappelé que l'ensemble des indicateurs de performance présentés dans cette étude sur les fonds vivants d'actifs financiers non cotés ne constitue qu'une estimation à date ne préjugant pas des performances finales des fonds ; celles-ci ne seront définitivement connues qu'à la liquidation intégrale des actifs des fonds.

⁸ https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2024/06/France-Invest-Etudes-2024_Performance-2023_VDEF.pdf

⁹ <https://www.franceassureurs.fr/nos-chiffres-cles/assurance-vie/etude-assurance-vie-unites-compte-2023/>

A) Méthodologie de calcul de performance

La performance d'un fonds fermé aux rachats a été évaluée par son [taux de rendement interne](#) annualisé (**TRI**) depuis sa date de constitution et jusqu'au 31 décembre 2023. Il s'agit du taux d'actualisation qui annule la somme des flux financiers actualisés du fonds. Une description détaillée de cet indicateur est exposée dans la [section 2.1](#).

S'agissant des fonds ouverts aux souscriptions et rachats, tels les [FCPR](#) Evergreen et [Autres FIA](#) distribués en assurance-vie, la performance annualisée a été quantifiée par le rendement annuel de la valeur liquidative, distributions réinvesties, de la part la plus représentative en encours du fonds.

B) Indicateurs statistiques utilisés

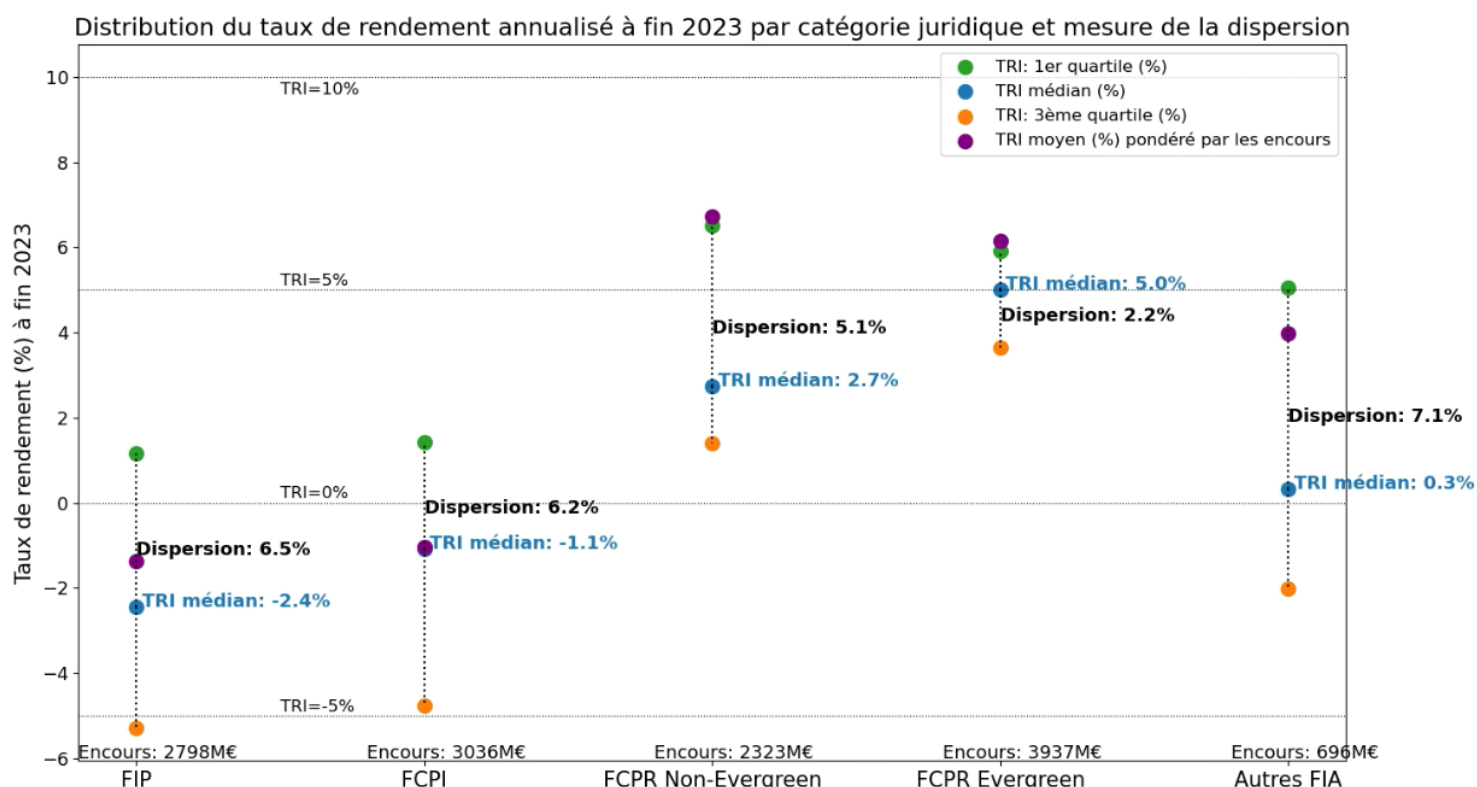
Pour chaque catégorie juridique de fonds, les indicateurs synthétiques suivants de la distribution des taux des rendements ont été déterminés :

- **Premier quartile** : il correspond à la valeur au-dessus de laquelle se situent 25% des taux de rendement, les taux de rendement étant classés par ordre décroissant;
- **Médiane** : il s'agit du taux de rendement qui sépare la distribution des rendements en deux échantillons de taille égale ;
- **Troisième quartile** : il correspond à la valeur au-dessus de laquelle se situent 75% des taux de rendement, les taux de rendement étant classés par ordre décroissant;
- **Taux de rendement moyen pondéré par les encours** : tout écart substantiel entre le taux de rendement moyen pondéré et la médiane de la distribution indique des performances différenciées entre les fonds de taille notable et ceux d'encours moindres.
- **Dispersion de la distribution** : elle correspond à la différence entre le premier quartile et le troisième quartile (écart interquartile).

C) Performances des fonds d'actifs financiers non cotés ouverts à des clients non-professionnels particuliers

☐ Performances agrégées des [FIP](#), [FCPI](#), [FCPR](#) et [Autres FIA](#) (en assurance-vie) au 31/12/2023

Le graphique ci-après représente quatre indicateurs synthétiques de la distribution des [taux de rendement](#) annualisés ainsi que leur dispersion, arrêtés au 31 décembre 2023, des [fonds vivants](#) suivant les différentes catégories de fonds d'actifs non cotés destinés à des clients non-professionnels particuliers (investissement inférieur à 100 000 €) :

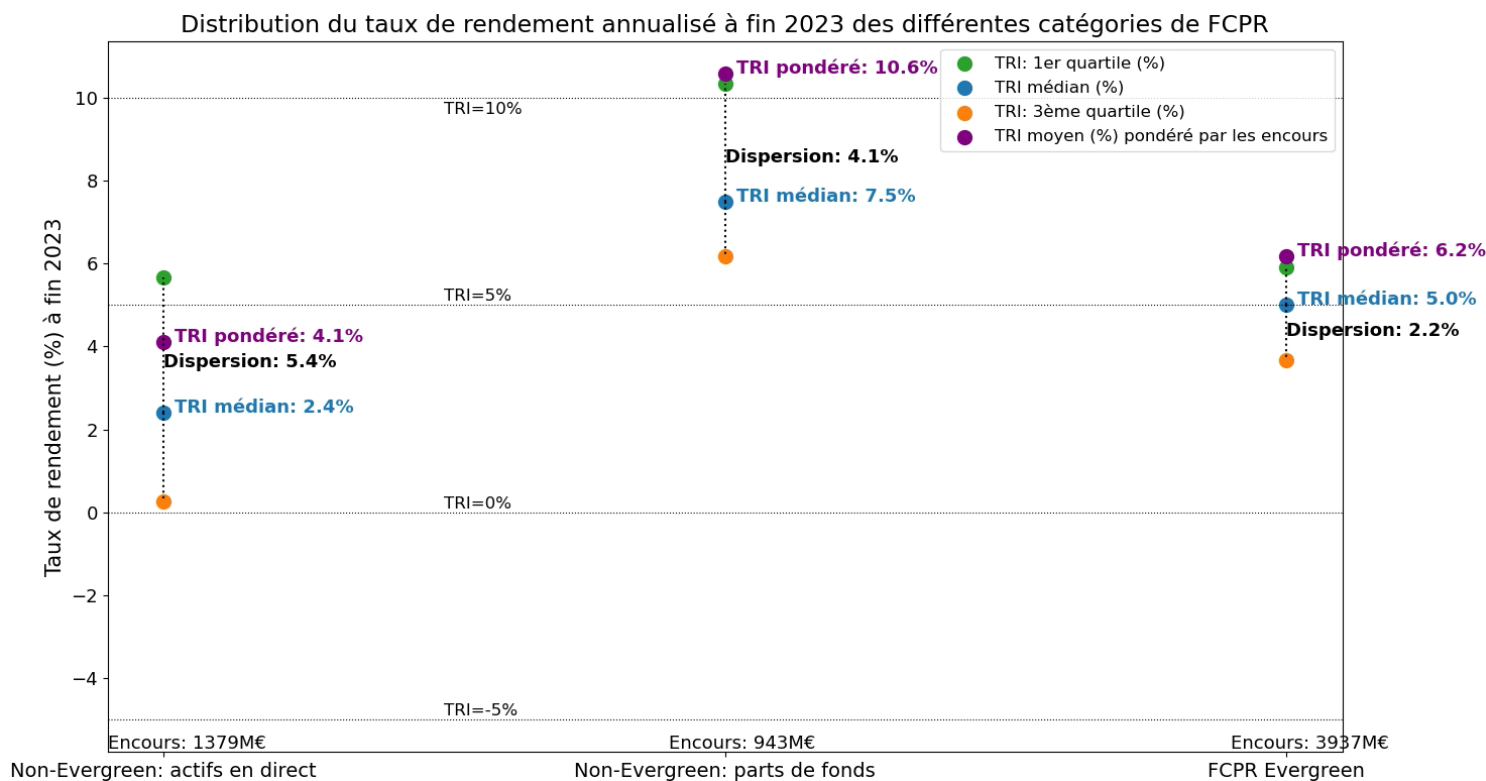


☐ Différentiation de performance entre FCPR Non-Evergreen

Les [FCPR](#) Non-Evergreen se répartissent en deux catégories de fonds avec, d'une part, les fonds qui investissent directement dans des entreprises non cotées¹⁰ et, d'autre part, ceux qui investissent de manière indirecte via des parts de fonds eux-mêmes investis en actifs financiers non cotés. La performance de ces FCPR structurés en fonds de fonds dépend donc de celle des fonds professionnels sous-jacents.

¹⁰ Les investissements dans des entreprises non cotées détenues par des sociétés intermédiaires dans lesquelles un FCPR possède une participation sont considérées comme des investissements directs.

Afin de mettre en perspective la performance de ces deux types de FCPR Non-Evergreen ainsi que celle des FCPR Evergreen, les quatre indicateurs synthétiques de la distribution des [taux de rendements](#) annualisés à fin 2023 ainsi que leur dispersion ont été représentés sur ces trois catégories de FCPR dans le graphique ci-après.



A l'appui de ces éléments chiffrés, les performances des fonds d'actifs financiers non cotés ouverts au grand public se révèlent hétérogènes, avec une dispersion (écart interquartile) significative comprise entre 5% et 7%, à l'exception des FCPR ouverts aux rachats (« Evergreen ») qui sont plus récents et des FCPR fermés structurés en parts de fonds professionnels

Les [FIP](#), [FCPI](#), ainsi que les [FCPR](#) « fermés » qui investissent en direct ainsi que les [Autres FIA](#) commercialisés dans des contrats d'assurance-vie ont relativement moins bien performé que le reste de l'échantillon et leur taux de rendements médians se situent respectivement à -2,4%, -1,1%¹¹, 2,4% et 0,3%. La dispersion des taux de rendement est toutefois élevée, traduisant une forte disparité des performances pour chaque catégorie de fonds, avec des niveaux de dispersion (écart entre le premier et troisième quartile) compris entre 5% et 7%.

Les FCPR « Evergreen » présentent à ce stade une performance médiane plus importante (5%) et une dispersion de performance plus tassée autour de la médiane en raison notamment d'une offre de fonds plus récente et d'un nombre plus réduit de fonds. Ces derniers sont généralement diversifiés en capital investissement direct et indirect (via d'autres fonds), en dette privée et en actifs liquides (actions, obligations...). Les facteurs de performance de cette nouvelle catégorie de fonds, dont l'analyse est exposée dans cette étude, proviennent essentiellement des revalorisations d'actifs financiers non cotés en portefeuille avec notamment une variabilité significative de la performance des actifs de capital investissement en direct. Enfin, les performances déterminées sur la catégorie des FCPR Evergreen ne constituent qu'une première estimation à date. L'offre de fonds étant récente (trois ans d'ancienneté

¹¹ Sans prise en compte de l'avantage fiscal associé pour les FIP et FCPI.

en moyenne), l'historique des performances des FCPR Evergreen s'allongera et celles-ci pourront évoluer sensiblement.

Les rendements historiques des FCPR fermés investis principalement en parts de fonds professionnels d'actifs financiers non cotés, se démarquent nettement de ceux des FCPR fermés investissant directement dans des entreprises non cotées, en affichant des taux de rendement médian et moyen pondéré respectifs de 7,5% et 10,6%. Ces FCPR au format fonds de fonds bénéficient de la performance à fin 2023 des fonds professionnels sous-jacents d'actifs financiers non cotés. Deux FCPR d'une même société de gestion et composés de parts de fonds professionnels d'actifs financiers non cotés ont particulièrement performé, et affichent des taux de rendement à fin 2023 respectifs de 24% et 25%, tirant la moyenne de la catégorie à la hausse.

□ Ventilation par millésime des performances des FIP, FCPI et FCPR fermés en investissement direct

La décomposition des performances par millésime a été analysée dans cette étude sur le périmètre des FIP, FCPI ainsi que sur celui des FCPR fermés en investissement direct dans des entreprises non cotées. En raison d'un nombre restreint d'observations, cette décomposition par millésime n'a pu être réalisée sur les FCPR fermés structurés en parts de fonds d'actifs financiers non cotés, les FCPR Evergreen et les Autres FIA référencés en assurance-vie.

La ventilation des performances par millésime fait ressortir des valeurs différenciées selon les années de lancement. Plusieurs facteurs peuvent être à l'origine de la variabilité des performances par millésime dont notamment le cycle de vie des actifs des fonds, les secteurs d'investissement, l'impact potentiel de changements de cycle économique ainsi que les éventuelles difficultés de cessions d'actifs en particulier pour les fonds dont la durée de vie a été prolongée.

Pour chaque millésime étudié, le taux de rendement médian au 31 décembre 2023 des FIP vivants reste négatif ce qui signifie que pour chaque millésime au moins la moitié des FIP vivants ont un taux de rendement négatif au 31 décembre 2023. Le même constat a été établi pour les FCPI vivants à l'exception des millésimes 2015 et 2016 qui affichent des rendements médians légèrement positifs de 0,3% et 0,6%. Concernant les FCPR fermés investissant de manière directe dans des entreprises non cotées, une appréciation de la performance a été constatée pour les millésimes antérieurs à 2017. Le taux de rendement interne médian de ces FCPR fermés progresse en effet de 2,0% pour le groupe de millésimes [2017-2018] à 5,3% pour les millésimes antérieurs.

S'agissant plus spécifiquement des FIP, l'étude souligne également que le nombre de société de gestion proposant actuellement de nouveaux FIP s'est réduit de manière significative. En effet, seules sept sociétés de gestion continuent de lancer de nouveaux FIP depuis 2021 contre 31 sociétés sur la période 2009-2012. Les performances ventilées par millésime des FIP vivants au 31 décembre 2023 de ces sept sociétés de gestion ont par conséquent été restituées dans cette étude afin d'approfondir l'analyse des performances des FIP au regard d'un marché qui s'est recentré ces dernières années sur un nombre restreint d'acteurs. En particulier, si les indicateurs de performance restent similaires pour les millésimes compris entre 2017 et 2020, une appréciation des performances est visible pour les FIP de ces sept SGP lancés avant 2017 comme le souligne la comparaison dans l'étude des performances des FIP de ces sept sociétés à celles des FIP des autres sociétés. A titre d'exemple, le taux de rendement médian au 31 décembre 2023 des FIP de ces sept SGP ressort à -0,2% pour les millésimes 2015-2016 contre -1,9% pour les FIP des autres sociétés. De plus, un net redressement des trois quartiles des taux de rendement des

FIP de ces sept sociétés émerge pour les millésimes antérieurs à 2015 ; le taux de rendement médian de ces FIP atteint en effet 4,2%.

Par ailleurs, à des fins de comparaison avec le secteur des entreprises cotées, la médiane des taux de rendement annualisés, dividendes réinvesties, des fonds actions domiciliés en France et destinés à des clients non-professionnels s'élèvent sur un historique de cinq ans et dix ans respectivement à 5,2% et 6,2%¹². Le taux du rendement du CAC 40, dividendes réinvestis, atteint quant à lui 12,9% et 9,1% sur des historiques respectifs de cinq ans et dix ans. Le tableau de synthèse ci-après répertorie les taux de rendement médians à cinq ans et dix ans des FIP, FCPI et FCPR fermés en investissement direct ainsi que ceux des fonds actions ouverts à des clients non-professionnels.

Produit d'investissement	Taux de rendement médian à 5 ans ¹³	Taux de rendement médian à 10 ans
FIP	-3,0%	-5,6%
FCPI	-1,9%	-1,4%
FCPR fermés en investissement direct	2,0%	Non pertinent car seul un FCPR vivant en investissement direct a dix ans d'ancienneté. Son TRI au 31/12/2023 s'élève à 5,8%
Fonds actions ouverts à des clients non-professionnels	5,2%	6,2%
Référence de marché	Taux de rendement à 5 ans	Taux de rendement à 10 ans
CAC 40, dividendes réinvestis	12,9%	9,1%

¹² Source : Morningstar

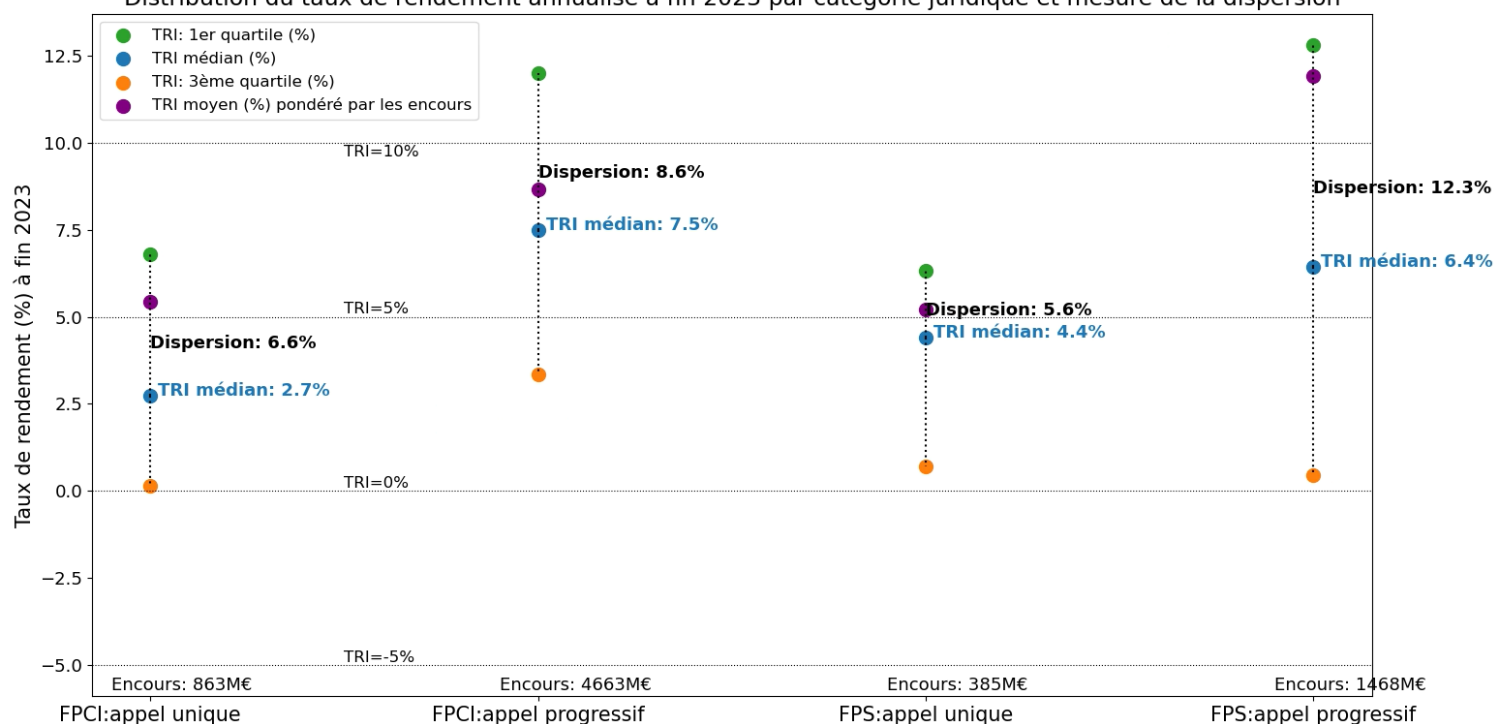
¹³ Une période de cinq ans correspond à un cycle de vie relativement récent pour des investissements en actifs financiers non cotés. Le taux de rendement à ce stade peut différer significativement du taux de rendement final à la clôture du fonds.

D) Performances des fonds d'actifs financiers non cotés ouverts à des clients non-professionnels avertis

La libération de capital des fonds investis par des clients non-professionnels avertis (FPCI et FPS) peut s'effectuer de manière fractionnée, en plusieurs [appels progressifs](#), ou alors de manière intégrale en un unique appel de fonds. Ces modalités distinctes de libération de capital conduisent à scinder les rendements des FPCI et FPS en deux groupes selon qu'ils soient à appel progressif ou unique de capital.

Le graphique ci-après, qui représente des indicateurs synthétiques de la distribution des [taux de rendement](#) annualisés au 31 décembre 2023 des FPCI et FPS, reflète une différence notable de rendements entre les fonds à appel unique de capital et ceux à appel progressif :

Distribution du taux de rendement annualisé à fin 2023 par catégorie juridique et mesure de la dispersion



La performance des fonds professionnels ouverts à une clientèle avertie est en moyenne plus importante assortie d'une dispersion également importante

Ainsi, les FPCI et FPS à appel progressif du capital affichent au 31 décembre 2023 des taux de rendement médians respectifs de 7,5% et 6,4% tandis que ceux à appel immédiat de la totalité du capital ont un TRI médian de 2,7% et 4,4% respectivement.

6) Analyse de l'évolution des taux de rendement des fonds soldés

Un échantillon plus restreint, constitué principalement de FIP et FCPI

L'échantillon des [fonds soldés](#) est principalement constitué, en nombre et en encours, de [FIP](#) et [FCPI](#). S'agissant spécifiquement des fonds destinés à des clients particuliers (montant investi inférieur à 100 000€), en dehors des FIP et FCPI, seuls 18 [FCPR](#) fermés ont été recensés dans le périmètre des fonds soldés. Les résultats des différentes métriques de performance de cet échantillon restreint de FCPR Non-Evergreen soldés doivent par conséquent être considérés avec prudence.

Les FIP et FCPI ont historiquement fait l'objet d'une croissance soutenue notamment entre 2007 et 2017 avant de connaître un ralentissement à partir de 2018 et la transformation de l'ISF en IFI. Concomitamment, d'autres supports d'investissement destinés à des clients non-professionnels tels les FCPR Evergreen et FCPR Non-Evergreen se sont récemment accrus. Cette croissance historique des FIP et FCPI explique leur prépondérance dans l'échantillon des fonds soldés.

Des performances médianes globalement négatives pour les FIP/FCPI soldés et disparates pour les FCPR fermés soldés

La performance annualisée entre la date de constitution et de liquidation des [FIP](#) et [FCPI](#) soldés reste globalement basse avec des [taux de rendement médians](#) majoritairement négatifs pour l'ensemble des [millésimes](#) considérés dans l'étude. De plus, les performances supérieures, quantifiées par le [premier quartile](#) de la distribution des taux de rendement, restent contenues à des niveaux inférieurs à 2% pour les FIP et 3% pour les FCPI.

S'agissant des [FCPR](#) fermés, l'analyse des performances finales à la liquidation met en exergue une disparité notable caractérisée par une majorité de valeurs oscillant entre -6% et 6%. En complément, trois FCPR soldés sortent de cet intervalle de performance compris entre -6% et 6% ; deux FCPR se démarquent par une performance finale excédant 10% et un avec une performance de -20%.

Des difficultés de liquidation qui ont un impact tangible sur la performance des fonds d'actifs financiers non cotés

L'analyse de l'évolution du taux de rendement annuel des fonds soldés entre leur date de constitution et liquidation révèle des situations de tassement manifeste à l'approche de la liquidation voire de diminution du taux du rendement. Ce phénomène de retournement illustre en particulier les difficultés de cessions des actifs qui peuvent survenir en fin de vie des fonds ce qui allonge le remboursement intégral des porteurs et réduit donc le taux de rendement. Ce constat s'ajoute aux conclusions du groupe de travail de l'AMF sur la fin de vie des fonds de capital investissement fermés, partagées dans [un rapport publié le 28 juillet 2022](#).

7) Montant des frais des fonds d'actifs financiers non cotés destinés à des clients non-professionnels

Trois catégories de frais ont été comparées dans le cadre de cette étude:

- **Frais récurrents** : il s'agit essentiellement des frais de gestion et de frais administratifs prélevés sur l'année ;
- **Frais totaux** : ils correspondent aux frais réels supportés par le fonds comprenant les frais récurrents ainsi que les frais de fonctionnement non récurrents ;
- **Frais maximum** : ceux-ci correspondent aux taux de frais annuels maximum (TFAM) de la documentation légale des fonds.

Les niveaux de frais présentés dans cette étude ne tiennent pas compte des frais propres à la distribution, hors rétrocessions issues des frais de gestion, tels ceux provenant des contrats d'assurance-vie lorsque les fonds sont commercialisés à une clientèle particulière en unités de compte. Dès lors, les indicateurs chiffrés sur les montants de frais minorent les frais effectivement prélevés en pratique. S'agissant des chargements en encours des fonds commercialisés dans des contrats d'assurance-vie, les frais des contrats d'assurance-vie s'élèvent, d'après les données de France Assureurs¹⁴ en 2023, en moyenne à 0,82% et varient entre 0,7% et 1,01%. Bien qu'il ne s'agisse que de statistiques agrégées, ces chiffres fournissent une indication des frais additionnels qui viennent diminuer les performances nettes des fonds commercialisés en unités de compte, dont les fonds d'actifs financiers non cotés.

Par ailleurs, les montants de *carried interest*, qui correspondent à un pourcentage des plus-values du fonds revenant à des parts pouvant être souscrites par l'équipe de gestion, ont également été quantifiés. La somme des frais totaux annuels et des montants de *carried interest* donne ainsi le coût économique total du fonds.

Trois principaux éléments ressortent de cette analyse comparative des frais entre catégories de fonds d'actifs financiers non cotés :

- la catégorie des [FIP](#) et [FCPI](#) affiche les frais totaux annuels les plus élevés avec des [médianes](#) respectives de 3,5% et 3,2% ;
- les frais annuels des [FCPR](#) Evergreen, Non-Evergreen ainsi que des [Autres FIA](#) en assurance-vie sont comparables avec des médianes valant respectivement 2,4%, 2,5% et 2,7% ;
- Les [FPCI](#) et [FPS](#) à [appel progressif](#) de capital se distinguent des autres catégories par des frais totaux médians inférieurs de l'ordre de 1,7%.

De plus, les frais effectivement prélevés ont été comparés au montant maximal de frais affiché dans la documentation légale des fonds ; pour toutes les catégories de fonds, les frais annuels prélevés sont généralement en deçà du montant maximal contractuel de frais.

Enfin, l'étude s'est concentrée sur la relation entre le niveau des frais totaux annuels et le [taux de rendement](#) des fonds. Cette analyse des frais annuels couplés aux rendements n'a pas conduit à relever de lien marqué entre le niveau des frais des fonds et leur performance. Une fois les montants de *carried interest* intégrés, une relation apparente ressort logiquement entre le coût économique total, calculé comme la somme des montants de frais totaux et de *carried interest*, et la performance.

¹⁴ <https://www.franceassureurs.fr/nos-chiffres-cles/assurance-vie/etude-assurance-vie-unites-compte-2023/>

8) Des spécificités devant être mentionnées lors de la commercialisation

Cette étude met en évidence que les performances des fonds d'actifs financiers non cotés diffèrent sensiblement en fonction des catégories juridiques et de leurs caractéristiques : ouverture/fermeture aux rachats, [appel progressif/unique](#) de capital, investissements en direct/via des parts de fonds, montant des frais, etc. A l'appui de ces informations que l'AMF met à disposition du public et du secteur de la gestion d'actifs, l'AMF souligne que le discours commercial et les supports utilisés lors de la commercialisation de fonds d'actifs financiers non cotés adressés à des [clients non-professionnels](#) doivent tenir compte de leurs caractéristiques spécifiques en matière de politique d'investissement du fonds, d'appels de capitaux et de distribution, ainsi que des frais associés à la part commercialisée. En particulier, les performances des fonds d'actifs financiers non cotés destinés à des clients particuliers ne peuvent pas être assimilées par défaut à l'historique des performances des fonds professionnels.

1. Périmètre de l'étude sur les fonds à destination de clients non professionnels

1.1. Définition des catégories juridiques de fonds d'actifs financiers non cotés à destination de clients non-professionnels

Les fonds d'actifs financiers non cotés destinés à des [clients non-professionnels](#) se répartissent en catégories juridiques distinctes présentant des caractéristiques différentes :

➤ **Les Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR) :**

Les FCPR se décomposent en plusieurs sous-catégories de fonds :

- **Les FCPR « classiques »** : ces fonds doivent respecter le quota d'investissement de 50% minimum en entreprises non cotées applicable à tous les FCPR¹⁵. Les investissements peuvent être réalisés de manière directe via une prise de participation dans une entreprise non cotée ou indirecte au travers de parts de fonds d'actifs financiers non cotés (fonds de fonds). Il s'agit de fonds fermés aux rachats proposant à leurs investisseurs une durée de vie déterminée généralement comprise entre 8 ans et 12 ans à l'issue de laquelle les participations sont cédées et rendues aux investisseurs sous forme de distributions.
- **Les FCPR dit « fiscaux » donnant lieu à un avantage fiscal¹⁶**, sous forme de réduction d'impôts sur le revenu des investisseurs. Cet avantage est octroyé en contrepartie d'un investissement de long terme dans des entreprises présentant des caractéristiques plus précises que celles investies via un FCPR « classique », notamment en matière de taille, de localisation et d'activités :

-**Les Fonds d'Investissement de Proximité (FIP)** doivent être investis dans des PME régionales non cotées à hauteur de 70% minimum¹⁷ ;

-**Les Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI)** doivent être investis en titres de sociétés innovantes non cotées à hauteur de 70% minimum¹⁸. Ils existent depuis 1997.

Dans la suite de la note, les dénominations FIP et FCPI seront utilisées afin de les distinguer des FCPR classiques et des FCPR Evergreen.

- **Les FCPR ouverts dits « Evergreen »** : apparus plus récemment, ces fonds ont trois ans d'ancienneté moyenne, les FCPR Evergreen sont ouverts aux souscriptions/rachats en cours de vie et détiennent fréquemment une part notable d'actifs liquides afin de pouvoir honorer dans des délais brefs des demandes de rachat. Ces fonds, dit perpétuels, ne sont pas assortis d'une durée de vie prédéfinie d'où leur appellation *Evergreen*.

¹⁵ Article L214-28 du Code monétaire et financier.

¹⁶ [Impots.gouv.fr](http://impots.gouv.fr) : [Si j'investis dans une entreprise, ai-je droit à une réduction d'impôt ?](#)

¹⁷ Article L214-31 du Code monétaire et financier.

¹⁸ Article L214-30 du Code monétaire et financier.

Les FCPR, comprenant les FIP et FCPI, représentent la majorité des encours des fonds investis dans des actifs financiers non cotés (hors immobilier donc) par les particuliers. En complément, d'autres formes juridiques existent également :

- **Les Fonds Professionnels Spécialisés (FPS) et les Fonds Professionnels de Capital Investissement (FPCI) :** il s'agit de fonds investis en actifs financiers non cotés réservés majoritairement à des clients professionnels. Toutefois, certains FPS et FPCI sont accessibles à des clients non-professionnels avertis requérant un ticket d'investissement minimal de 100 000 euros.
- **Les « Autres FIA » en assurance-vie :** ces fonds d'investissement prennent souvent la forme de sociétés civiles et sont distribués à une clientèle non-professionnelle dans des contrats d'assurance-vie en unités de compte.

Chaque catégorie juridique de fonds présentant des spécificités propres précisées dans cette section (horizon, liquidité, contraintes d'investissement, ...), les indicateurs de performance exposés dans cette étude ont par conséquent été différenciés par catégorie juridique.

1.2. Présentation des fonds inclus dans la collecte, en nombre et en encours, par catégorie juridique

Pour réaliser cette étude, 48 sociétés de gestion ont fourni des données sur l'ensemble de leurs [fonds vivants](#) au 31 décembre 2023 ainsi que l'historique intégral de leurs [fonds soldés](#) sur une période qui s'étend de 1992 à 2023. Au total, l'étude porte donc sur :

- 703 fonds vivants représentant 25 milliards d'euros d'encours¹⁹ ;
- 678 fonds soldés représentant 8,7 milliards d'euros d'encours.

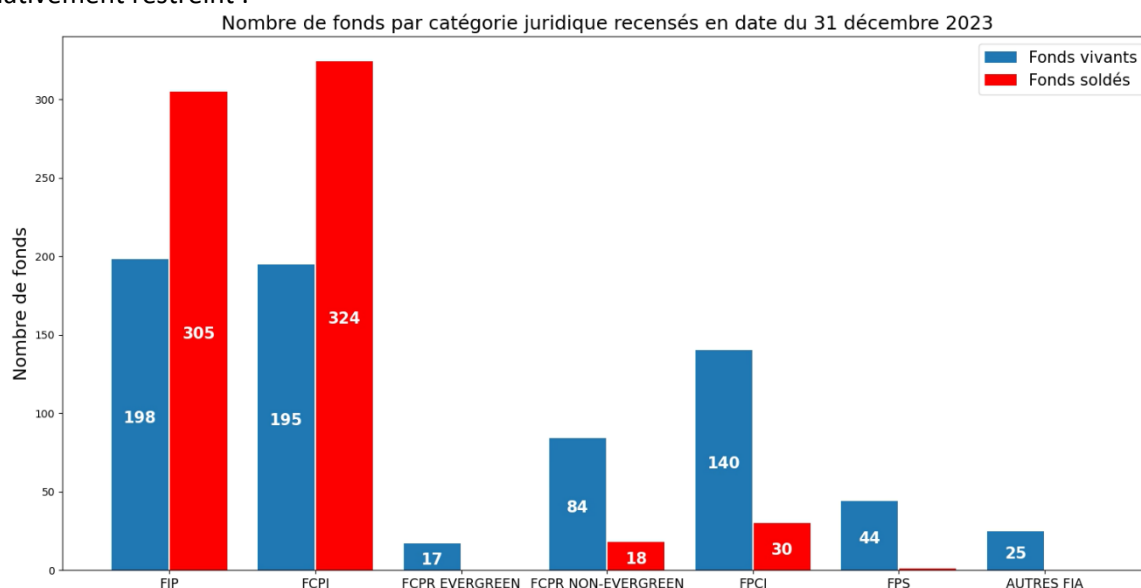
L'étude couvre de manière quasi-exhaustive le périmètre des FIP, FCPI et FCPR puisque respectivement 99%, 96% et 97% des encours de ces fonds, soldés et vivants, ont été étudiés²⁰.

¹⁹ Les encours présentés correspondent à la somme des capitaux engagés dans les fonds.

²⁰ Des statistiques de représentativité n'ont pu être établies sur les FPCI, FPS et Autres FIA dans la mesure où les catégories de parts destinées à des non-professionnels ne sont pas identifiables dans les référentiels dont dispose l'AMF. Contactée sur la question de la représentativité des FPCI, FPS et Autres FIA, France Invest indique ne pas disposer d'éléments chiffrés.

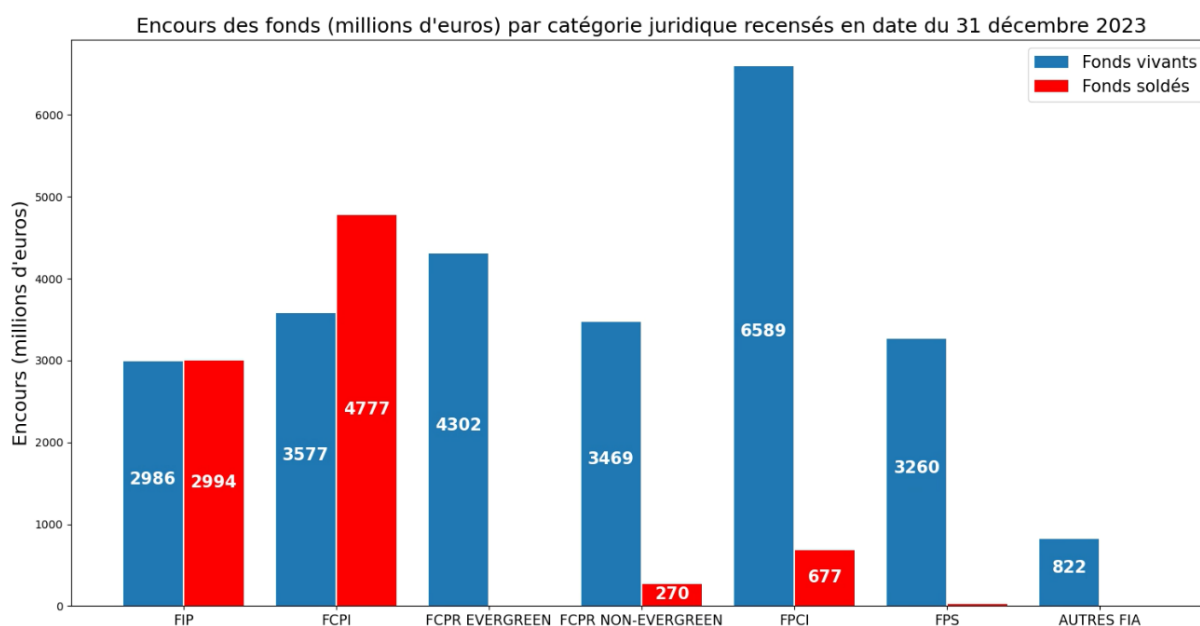
□ Répartition du nombre de fonds vivants et soldés par catégorie juridique

Le graphique ci-dessous, qui représente la répartition au 31 décembre 2023 du nombre de fonds par catégorie juridique, souligne une prépondérance du nombre de [FIP](#) et de [FCPI](#) sur le nombre total de [fonds vivants](#) et [soldés](#) dans le périmètre de la collecte. De plus, la catégorie des [FCPR Evergreen](#) étant encore récente (trois ans d'ancienneté en moyenne), le nombre de FCPR Evergreen est encore relativement restreint :



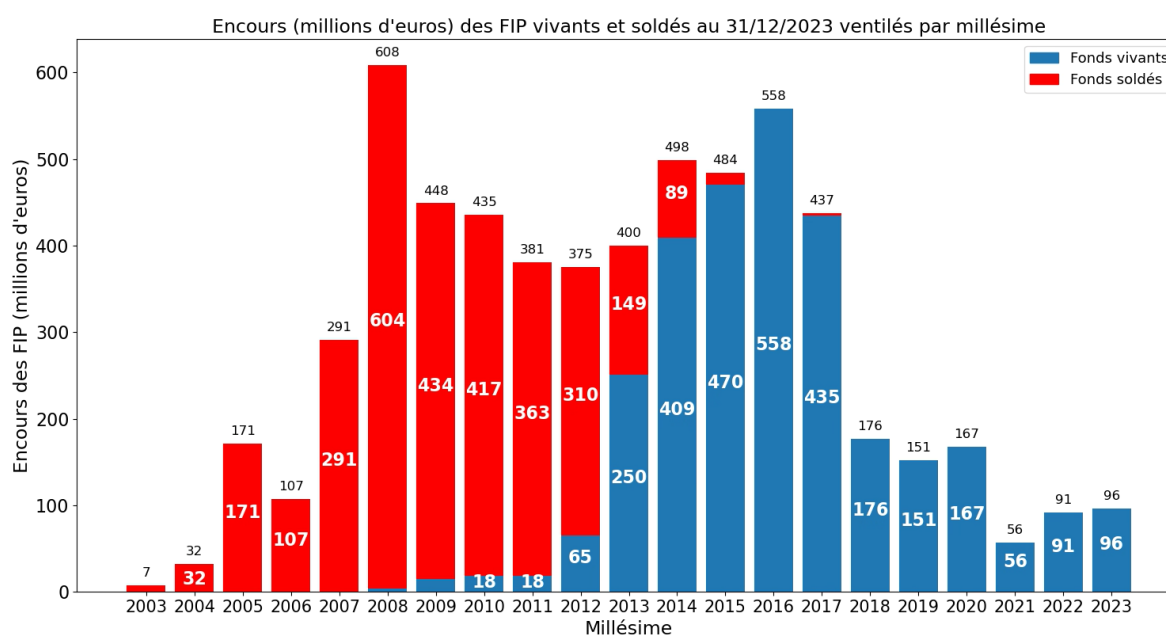
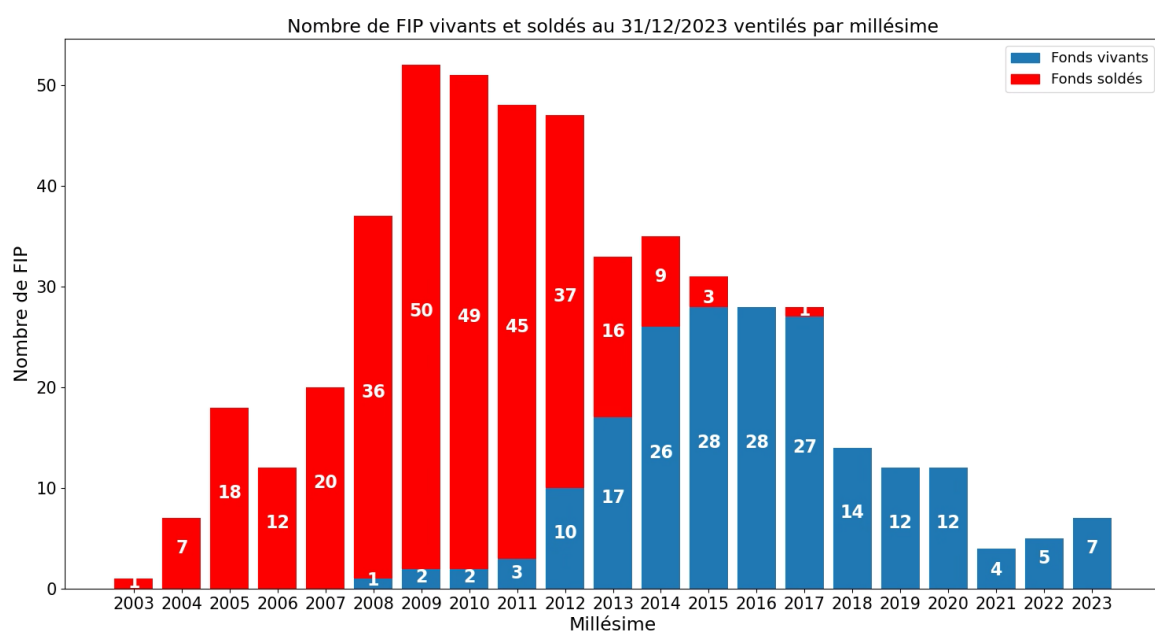
□ Répartition des encours des fonds vivants et soldés par catégorie juridique

Le graphique ci-dessous représente la répartition au 31 décembre 2023 des encours des fonds par catégorie juridique et montre que les [FCPR](#) et [FPCI](#) sont les plus représentés en termes d'encours sur le périmètre des [fonds vivants](#). A noter néanmoins que les investissements des clients professionnels sont également pris en compte dans les encours des FPCI. Les encours des [FIP](#) et [FCPI](#) restent significatifs sur les fonds vivants et sont prépondérants sur les [fonds soldés](#).



□ Evolution de la croissance des Fonds d'Investissement de Proximité (FIP)

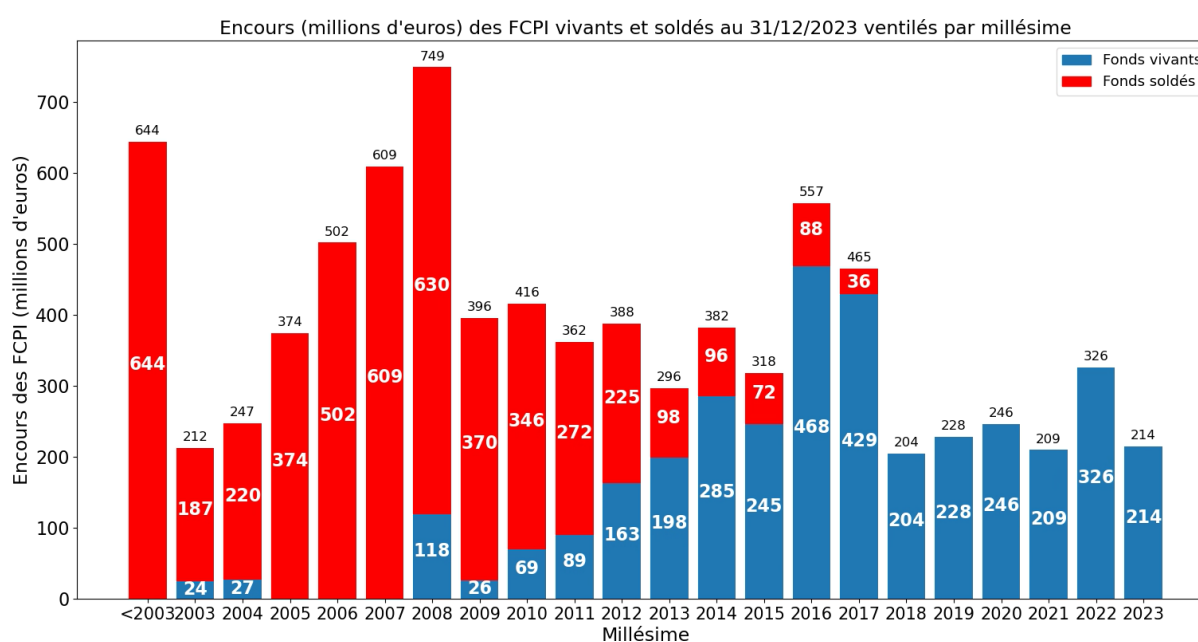
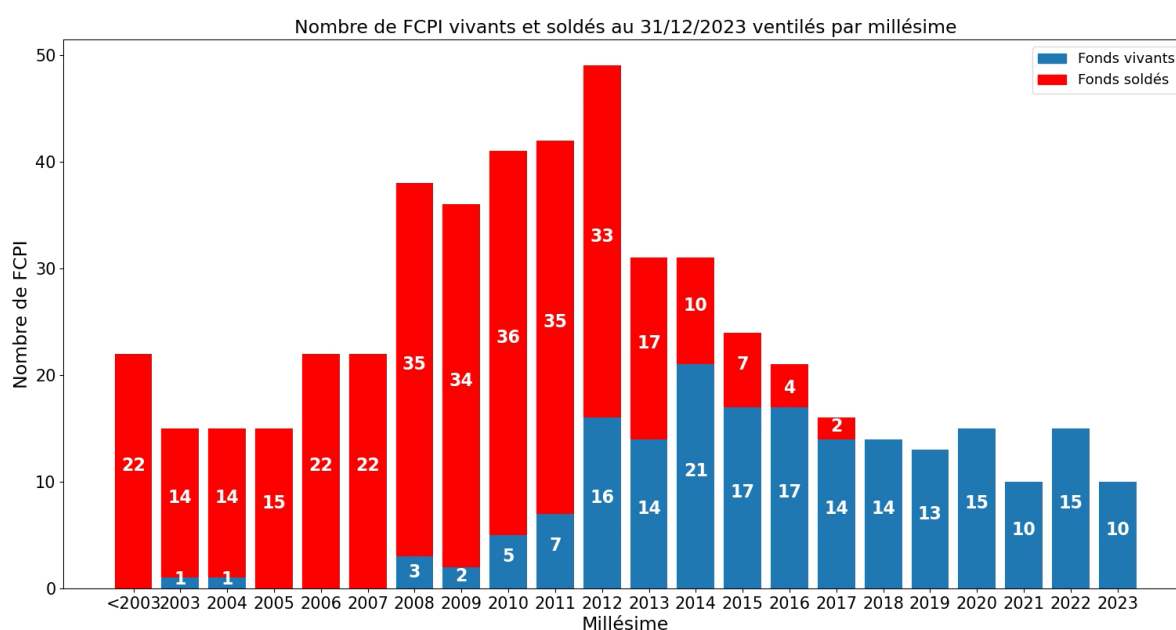
Les FIP font l'objet de contraintes d'investissement réglementaires spécifiques dans la mesure où ils doivent être constitués de PME régionales à hauteur de 70% minimum de l'actif. Les graphiques ci-après, qui retracent l'évolution par millésime du nombre de FIP et de leurs encours²¹, soulignent que les FIP ont été principalement lancés, en termes d'encours, entre les années 2008 et 2017 avec une concentration majoritaire en nombre sur la période 2009-2012. Depuis 2018, la croissance des FIP s'est vue ralentir avec notamment un net amoindrissement desancements de FIP à partir de 2021. Par ailleurs, le marché actuel des FIP est animé par un nombre restreint de sociétés de gestion : alors que 31 sociétés de gestion lançaient régulièrement des nouveaux FIP sur la période 2009-2012, seules 7 sociétés continuent d'en lancer depuis 2021.



²¹ Les encours présentés correspondent à la somme des capitaux engagés dans les fonds

□ Evolution de la croissance des Fonds Communs de Placement dans l’Innovation (FCPI)

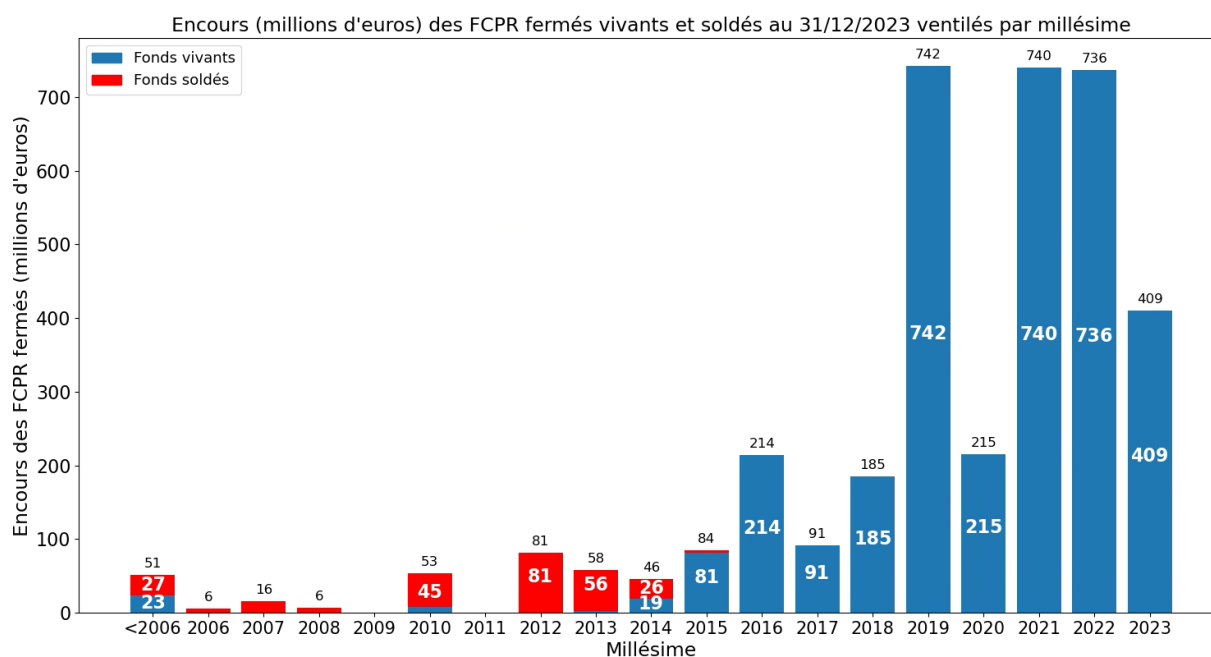
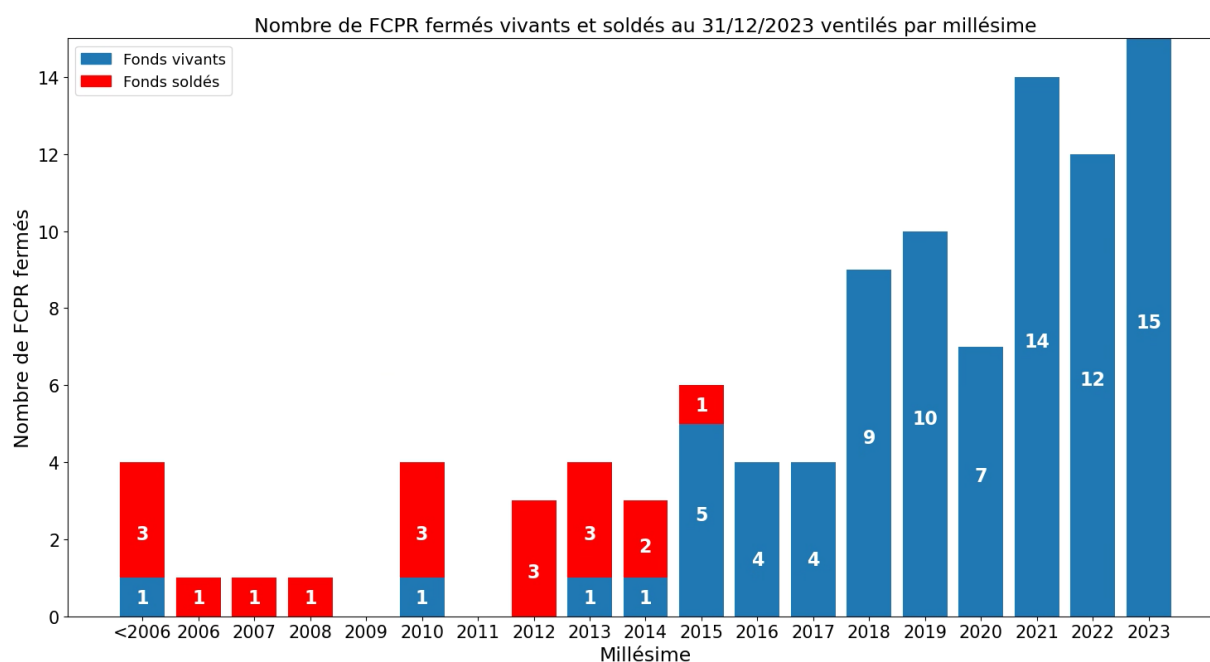
Les **FCPI** font l’objet de contraintes d’investissement réglementaires spécifiques dans la mesure où ils doivent être constitués de sociétés innovantes à hauteur de 70% minimum de l’actif. Les graphiques ci-après, qui retracent l’évolution par **millésime** du nombre de FCPI et de leurs encours²², soulignent que les FCPI ont été principalement lancés, en nombre, entre les années 2008 et 2012. Les encours, quant à eux, affichent, une variabilité plus forte avec des *maxima* en 2007, 2008 et 2016. Depuis 2018, bien que moindre comparée aux années précédentes, la croissance annuelle des FCPI reste stable en nombre et en encours avec une dizaine de fonds lancés annuellement pour 200 à 300 millions d’euros d’encours annuel. Enfin, contrairement aux **FIP**, la réduction drastique du nombre de sociétés de gestion proposant actuellement ce produit d’investissement n’a pas été relevée sur la catégorie des FCPI.



²² Les encours présentés correspondent à la somme des capitaux engagés dans les fonds

□ Evolution de la croissance des FCPR fermés (Non-Evergreen)

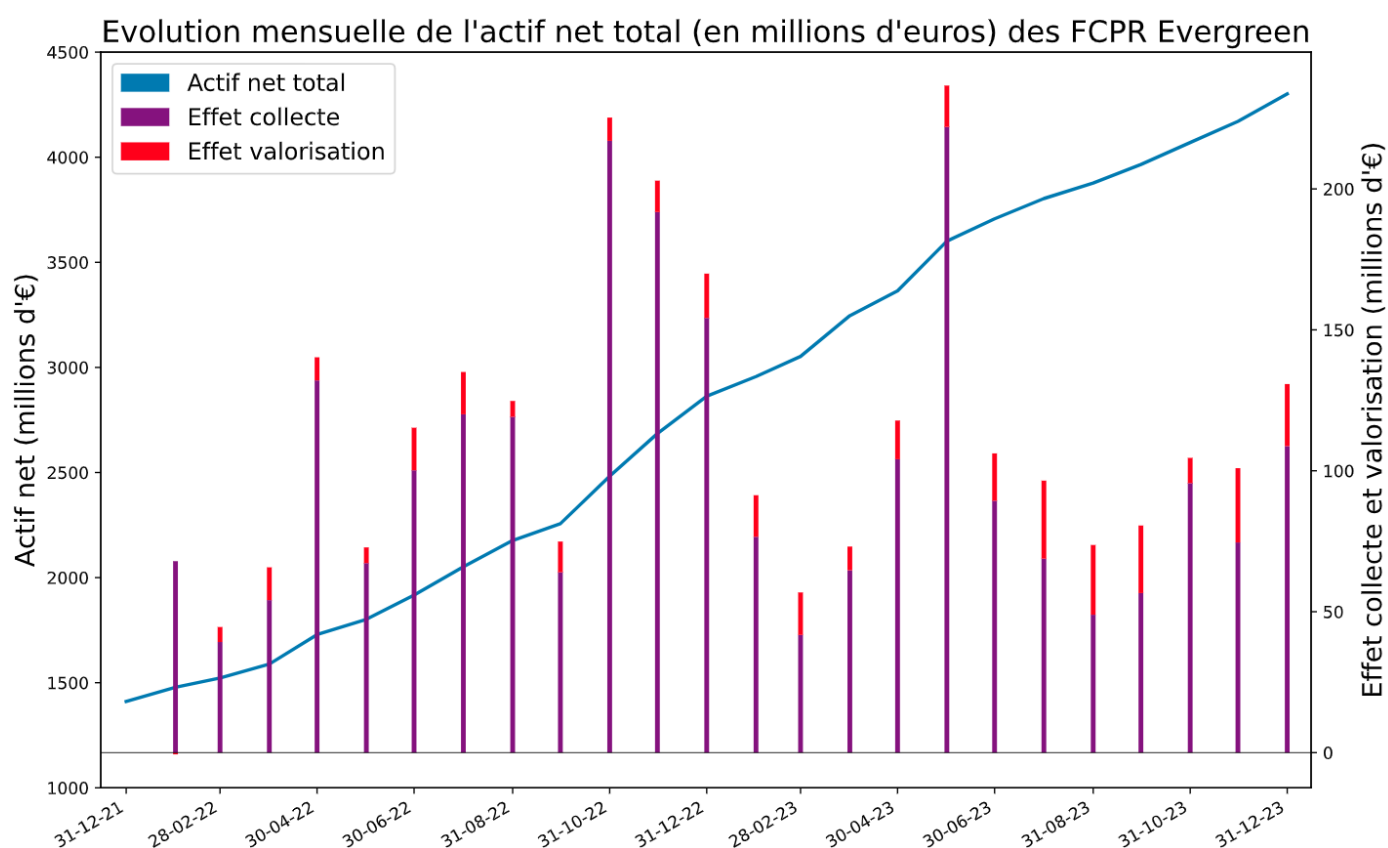
Les graphiques ci-dessous retracent l'évolution par millésime du nombre et des encours²³ des Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR) fermés aux rachats, hors FIP et FCPI. La croissance des FCPR fermés suit une tendance inverse à celle des FIP et FCPI. En effet, avant 2012, cette catégorie de produits n'était proposée que marginalement à des clients non-professionnels comme le soulignent le nombre et les encours résiduels des FCPR fermés avant 2012 ; la croissance des FCPR fermés a par la suite augmenté de manière significative à la fois en nombre et en encours.



²³ Les encours présentés correspondent à la somme des capitaux engagés dans les fonds

□ Evolution de la croissance des FCPR Evergreen : une croissance soutenue

Les [FCPR](#) Evergreen présentent une dynamique de collecte soutenue comme l'illustre le graphique ci-dessous représentant l'évolution mensuelle de l'actif net total des FCPR Evergreen entre le 31 décembre 2021 et 31 décembre 2023. Les encours, reportés sur l'axe vertical de gauche, ont triplé sur cette période en progressant de 1411 millions d'euros au 31 décembre 2021 à 4300 millions d'euros au 31 décembre 2023. De plus, la hausse progressive de l'actif net total entre fin 2021 et fin 2023 est majoritairement imputable aux flux réguliers de souscriptions (effet collecte). Par ailleurs, les souscriptions enregistrées en 2024 dans les référentiels de l'AMF confirment le maintien de cette dynamique de collecte en 2024.



2. Répartition de la performance des fonds vivants au 31 décembre 2023

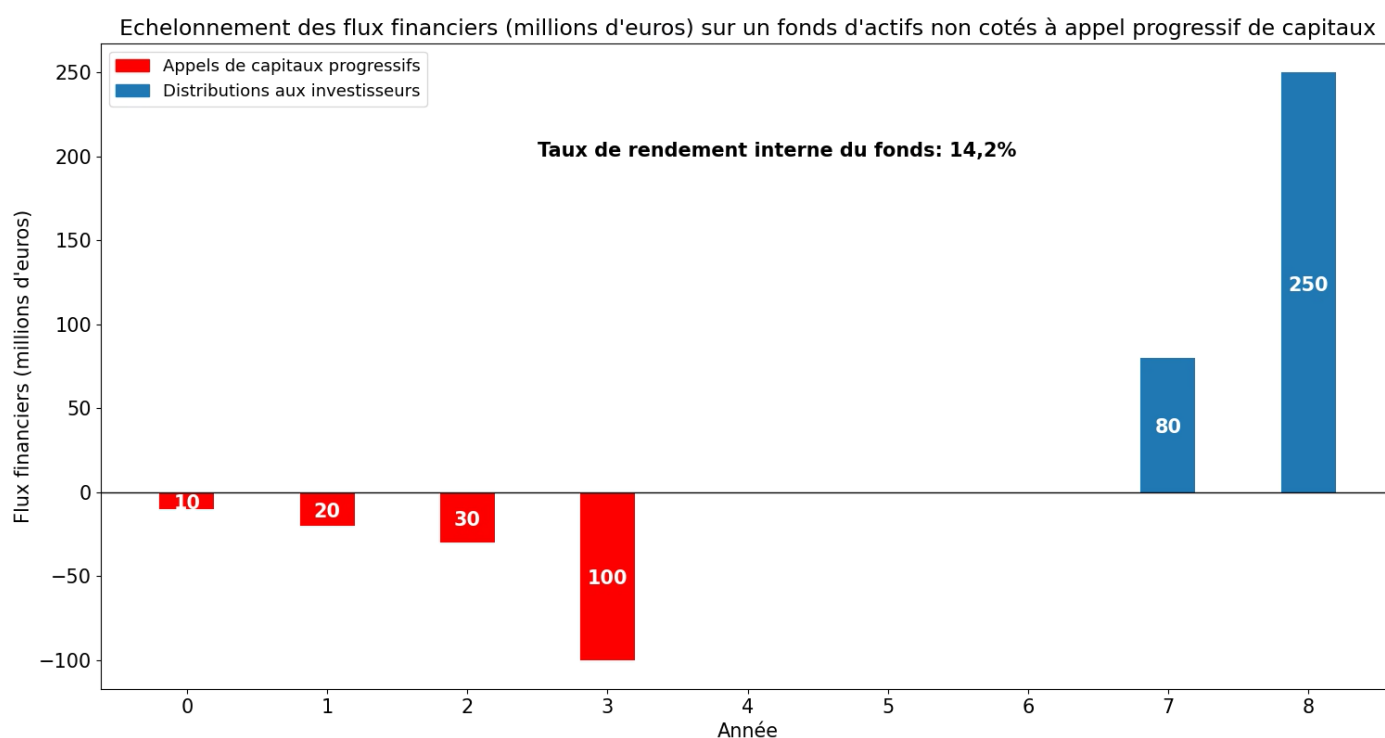
2.1. Méthodologie et indicateurs statistiques

□ Méthodologie de calcul de performance : TRI versus performance annualisée

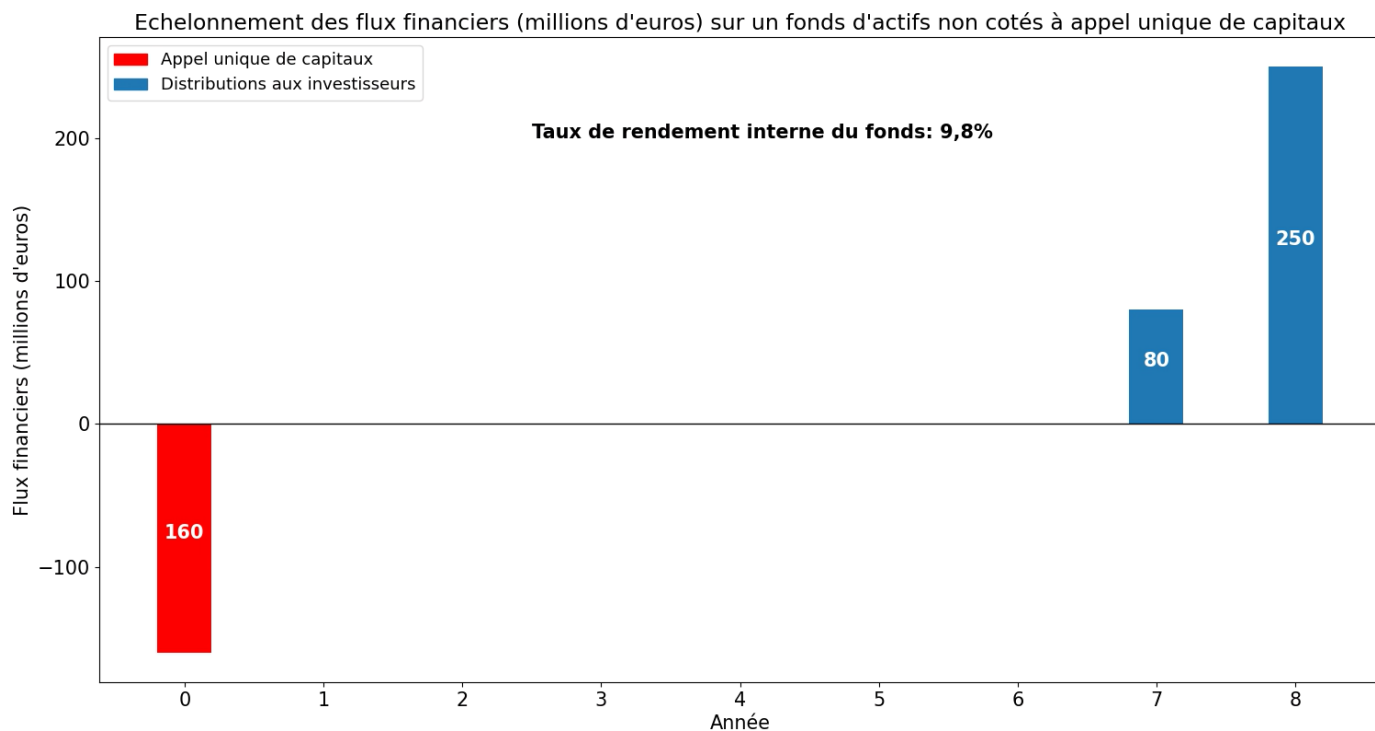
La performance d'un fonds fermé aux rachats a été évaluée par son taux de rendement interne annualisé (TRI) depuis sa date de constitution et jusqu'au 31 décembre 2023, ou jusqu'à sa date de liquidation pour les [fonds soldés](#). Il s'agit du taux d'actualisation qui annule la somme des flux financiers actualisés du fonds. Cet indicateur est utilisé fréquemment dans le cadre d'investissement dans des actifs non cotés car celui-ci permet de tenir compte d'une de leurs spécificités : lorsque des investisseurs engagent des capitaux au sein d'actifs non cotés, cet investissement peut être libéré de manière fractionnée dans le temps sous forme « d'appel de capitaux ». De la même manière, le remboursement du capital et des plus-values peuvent s'effectuer en plusieurs distributions étalées dans le temps. Ainsi, à valeur de sortie équivalente pour un investissement, le TRI sera d'autant plus élevé que les capitaux sont appelés tardivement et les distributions versées rapidement.

En pratique, les fonds investis en actifs financiers non cotés réservés à des clients professionnels ou [non-professionnels avertis](#) fonctionnent le plus souvent avec des appels progressifs de capitaux alors que les fonds d'actifs financiers non cotés ouverts à des clients non-professionnels particuliers (ticket d'investissement minimal inférieur à 100 000 €) optent quasi-exclusivement pour des appels uniques de capitaux. Cette différence de modalité de libération du capital induit, toutes choses étant égales par ailleurs, un TRI moindre des fonds à appel de capitaux unique. L'exemple ci-après illustre à travers deux cas de figure l'impact des appels progressifs de capitaux comme facteur de maximisation du TRI.

1^{er} cas : fonds d'une durée de vie de huit ans à appel progressif de capitaux. Le capital, en rouge, est fractionné les trois premières années et les distributions, en bleu, sont versées la septième et huitième année. Le TRI s'élève numériquement dans cet exemple à 14,2%.



2^{ème} cas : l'unique différence avec le premier cas réside dans l'appel de capital qui est ici unique, toutes choses étant égales par ailleurs. Le TRI s'élève désormais à 9,8%.



S'agissant des fonds ouverts aux souscriptions et rachats, tel un [FCPR Evergreen](#) ou [Autre FIA](#) distribué en assurance-vie, la performance annualisée a été quantifiée par le rendement annuel de la valeur liquidative, distributions réinvesties, de la part la plus représentative en encours du fonds. Cet indicateur, fréquemment rencontré dans l'univers des investissements cotés, mesure la performance d'un investissement entre deux dates données, sans notion de flux intermédiaire. Cet indicateur est plus approprié pour un fonds « ouvert », qui ne fait habituellement pas l'objet d'appel de capitaux et sur lequel le calendrier de souscriptions et de rachats dans le fonds reste à la main de l'investisseur et ne devrait pas, en régime courant, dépendre du cycle et des flux d'investissement des actifs sous-jacents.

Dans le cas particulier d'un appel de capital unique en début d'investissement et d'une distribution unique en fin de période, le TRI et la performance annualisés sont égaux.

□ Indicateurs statistiques

Le taux de rendement des fonds a été recueilli dans le cadre de la collecte de données réalisée auprès des gérants. Pour chaque catégorie juridique de fonds, des indicateurs synthétiques de la distribution des taux des rendements au 31 décembre 2023 ont été déterminés :

- **Le premier quartile** correspond à la valeur au-dessus de laquelle se situent 25% des taux de rendement, les taux de rendement étant classés par ordre décroissant ;
- **La médiane** : il s'agit du taux de rendement qui sépare la distribution des rendements en deux échantillons de taille égale ;
- **Le troisième quartile** correspond à la valeur au-dessus de laquelle se situent 75% des taux de rendement, les taux de rendement étant classés par ordre décroissant ;

- **Le taux de rendement moyen pondéré par les encours** : tout écart substantiel entre le taux de rendement moyen pondéré et la médiane de la distribution indiquera des performances différenciées entre les fonds de taille notable et ceux d'encours moindres ;
- Pour chacune des catégories juridiques, **la dispersion de la distribution a été rajoutée** ; celle-ci est mesurée par la différence entre le premier quartile et le troisième quartile (écart interquartile).

Ces quatre indicateurs sont présentés dans les parties suivantes en séparant les deux typologies de fonds suivantes :

- Les fonds ouverts à des clients particuliers non-professionnels dont le ticket d'entrée est inférieur à 100 000 euros. Cette typologie de fonds comprend les [FIP](#), [FCPI](#), [FCPR](#) ainsi que les [Autres FIA](#) accessibles à une clientèle particulière via des contrats d'assurance-vie ;
- Les fonds destinés à des clients non-professionnels avertis, c'est-à-dire avec un ticket d'entrée supérieur à 100 000 euros. Cette typologie de fonds englobe les [FPCI](#) et [FPS](#).

Par ailleurs, bien qu'ils ne soient pas présentés dans cette section, les **premier** et **neuvième** déciles de la distribution des taux de rendement ont été également déterminés par catégorie juridique et sont exposés dans [l'annexe 5.2](#). Le premier (respectivement neuvième) décile correspond à la valeur au-dessus de laquelle se situent 10% (respectivement 90%) des taux de rendement, les taux de rendement étant classés par ordre décroissant.

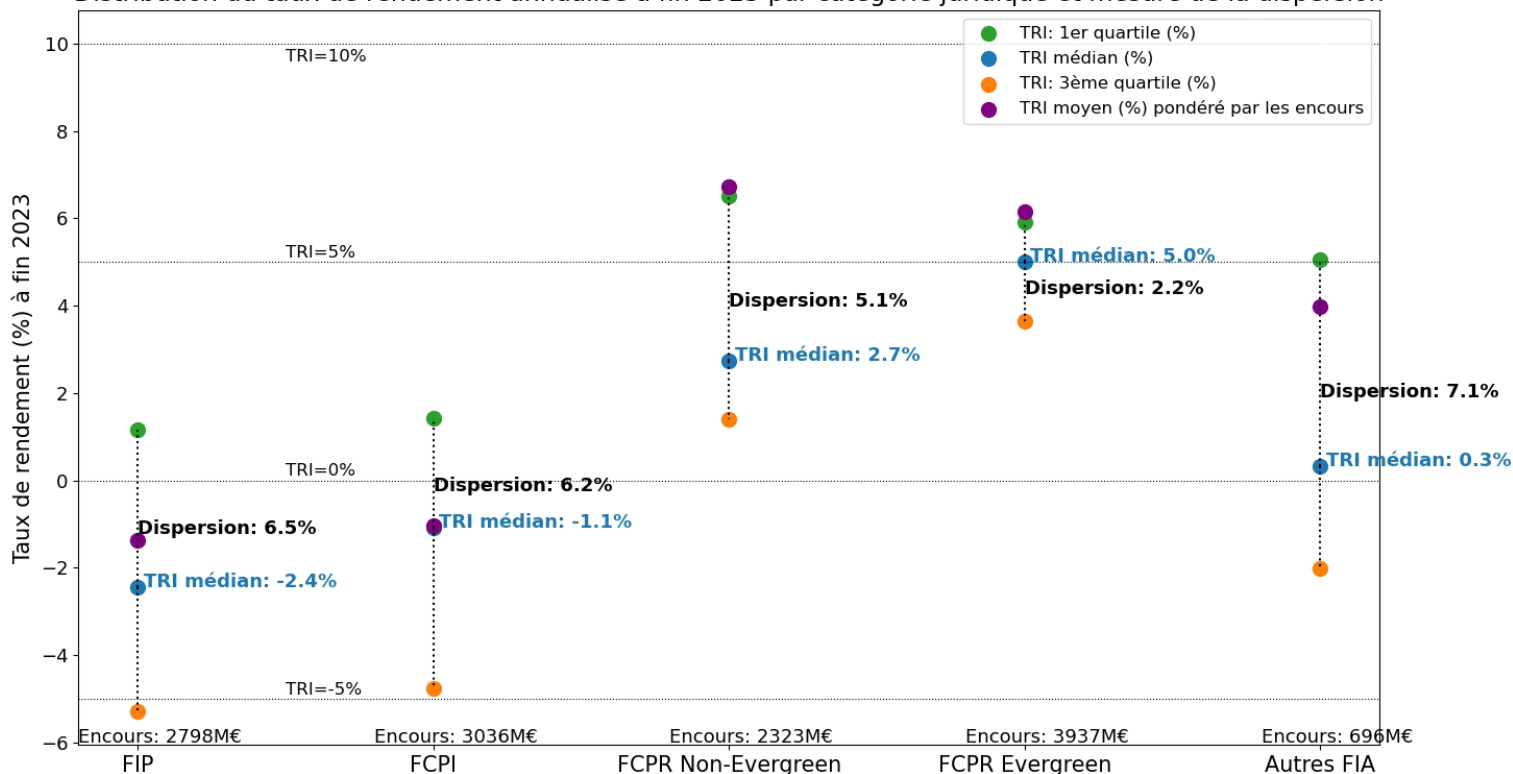
Enfin, les fonds récents lancés à partir de 2022 ont été exclus dans la mesure où leur performance ne reflète pas un niveau de maturité suffisamment avancé. La somme des encours des fonds ayant au moins deux ans d'ancienneté (fonds lancés avant 2022) est en outre renseignée sur l'axe horizontal pour chaque catégorie.

2.2. Fonds destinés à des clients particuliers non-professionnels : FIP, FCPI, FCPR et Autres FIA (en assurance-vie)

2.2.1. Performances consolidées des FIP, FCPI, FCPR et Autres FIA (en assurance-vie)

☐ Performances au 31/12/2023 des FIP, FCPI, FCPR et Autres FIA (en assurance-vie)

Distribution du taux de rendement annualisé à fin 2023 par catégorie juridique et mesure de la dispersion



Les performances des fonds investis en actifs financiers non cotés destinés à des clients non-professionnels sont empreintes d'une forte hétérogénéité :

- **FIP/FCPI** : les performances²⁴ des Fonds d'Investissement de Proximité (FIP) et des Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI) sont en grande majorité basses. En effet, le taux de rendement médian ainsi que le taux de rendement moyen pondéré sont tous deux négatifs et le premier quartile se situe à des niveaux en-deçà de 2%. Par ailleurs, la différence entre le taux de rendement moyen pondéré et médian est résiduelle ce qui tend à indiquer que la taille des fonds n'a pas d'impact significatif sur les performances historiques des FIP et FCPI ;
- **FCPR** : les FCPR Evergreen différant structurellement des FCPR Non-Evergreen, les performances de ces deux typologies de fonds ont été dissociées :
 - **FCPR Non-Evergreen** : une différence notable ressort entre le taux de rendement médian, s'élevant à 2,7%, et le taux de rendement moyen pondéré, avoisinant 7%, ce qui souligne tendanciellement une surperformance des FCPR d'encours significatif

²⁴ Ces performances s'entendent, comme dans toute cette étude, hors avantage fiscal éventuel.

comparativement aux FCPR d'encours moindres. Les facteurs explicatifs de cet écart de performance sont étudiés dans la section ci-après « Différentiation de performance des FCPR Non-Evergreen ».

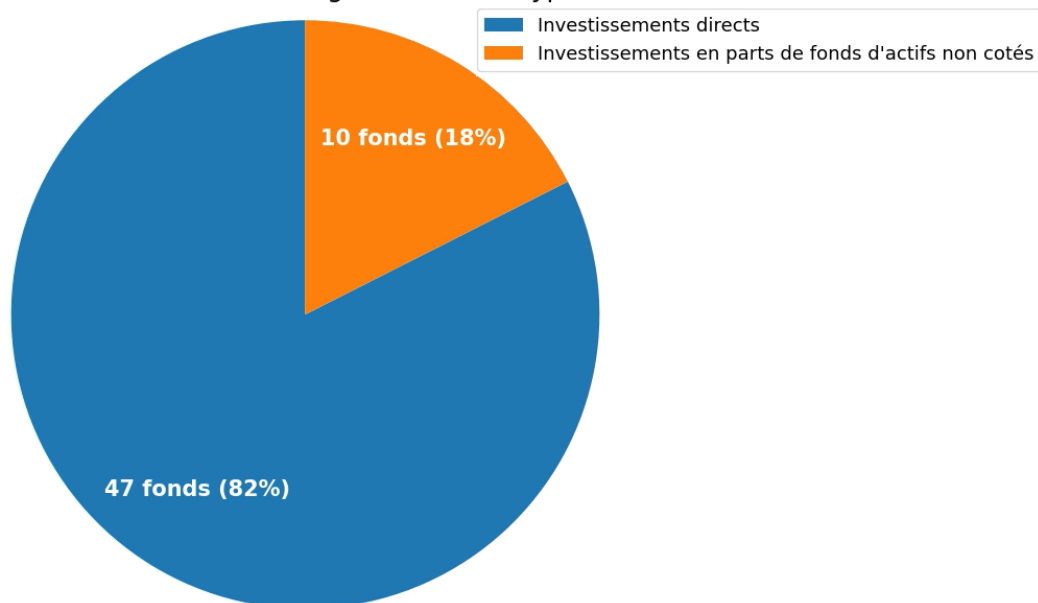
- **FCPR Evergreen** : avec une ancienneté moyenne de trois ans, cette catégorie est composée de fonds relativement récents ce qui explique probablement le tassement visible de la distribution qui affiche une [dispersion](#) (écart interquartile) réduite de 2,2%. De plus, l'écart entre le rendement [médian](#), évalué à 5%, et la moyenne pondérée, qui elle ressort à 6,2%, est limité. Par ailleurs, l'attribution de performance des FCPR Evergreen a été examinée et est exposée dans la [section 2.2.3](#) « Attribution de performance des FCPR Evergreen ».
- **Autres FIA en assurance-vie** : les [Autres FIA](#) distribués en assurance-vie à une clientèle particulière affichent un taux de rendement [médian](#) quasi nul à 0,3% ainsi qu'une [dispersion](#) (écart interquartile) élevée de 7,1%. Le taux de rendement moyen pondéré atteint une valeur sensiblement plus élevée de 4%. Cette valeur plus élevée s'explique par le taux de rendement de 6,4% d'un Autre FIA de 500 millions d'euros lancé en 2021 et composé d'actifs de dette privée ; ce fonds concentre à lui seul approximativement 70% des encours des Autres FIA dans l'échantillon de la collecte de données.

□ Différentiation de performance entre FCPR Non-Evergreen

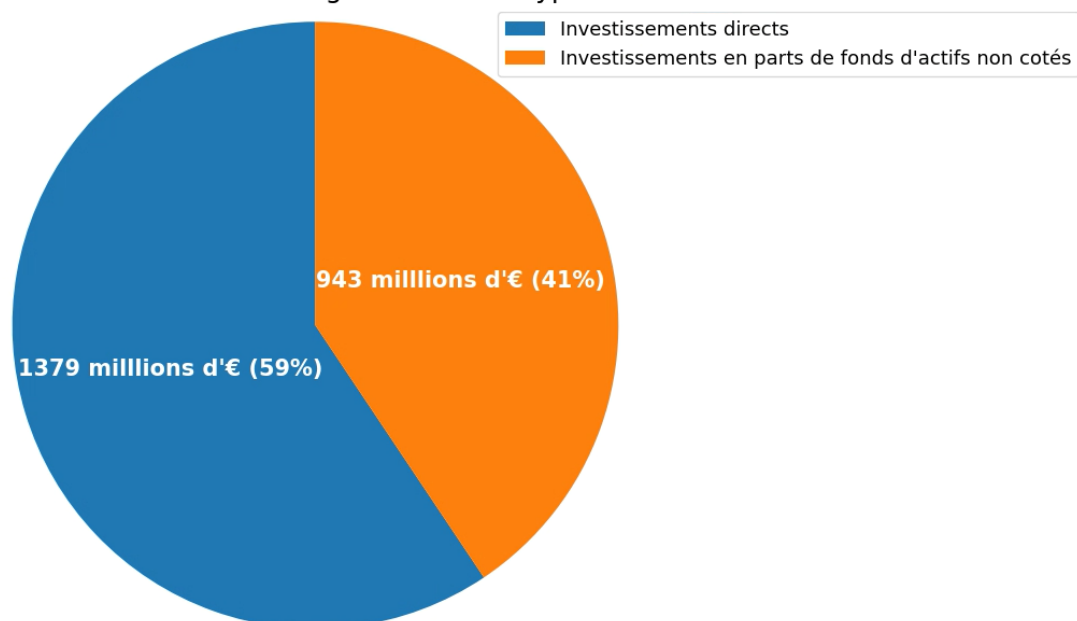
Les [FCPR](#) Non-Evergreen peuvent être divisés en deux classes de fonds avec, d'une part, les fonds qui investissent directement dans des entreprises non cotées²⁵ et, d'autre part, ceux qui investissent de manière indirecte *via* des parts de fonds d'actifs financiers non cotés. La performance de ces FCPR structurés en fonds de fonds est donc dépendante de celle des fonds professionnels sous-jacents. Les graphiques présentés ci-après précisent la répartition, en nombre et en encours, de ces deux classes de FCPR Non-Evergreen :

²⁵ Les entreprises non cotées détenues par des sociétés intermédiaires dans lesquelles un FCPR possède une participation sont considérées comme des investissements directs.

Répartition du nombre de FCPR Non-Evergreen selon le type d'investissements

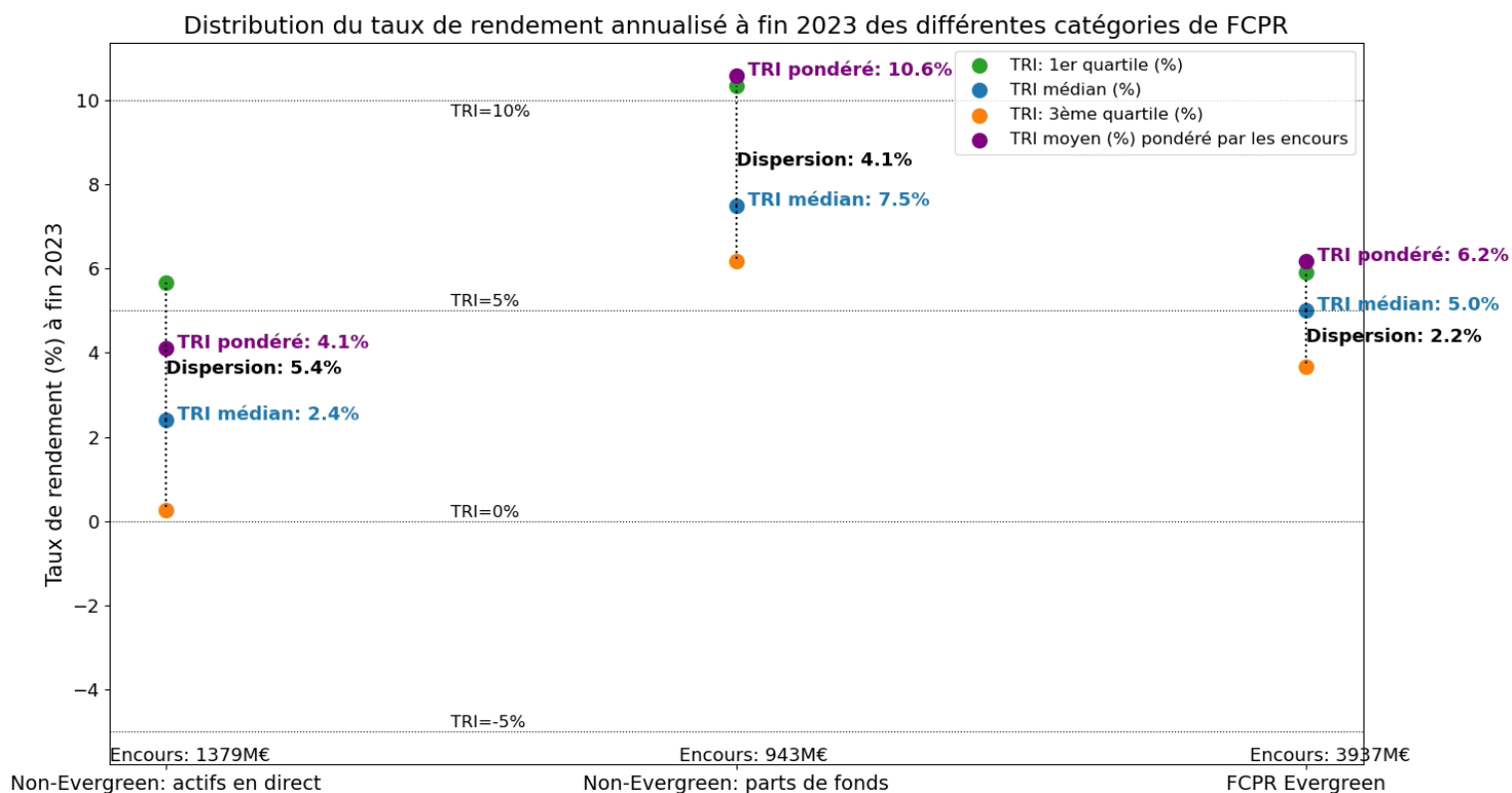


Répartition des encours FCPR Non-Evergreen selon le type d'investissements



En nombre, les FCPR sont majoritairement (82%) exposés de manière directe à des entreprises non cotées. En encours, cette proportion s'équilibre davantage avec 41% d'encours de FCPR structurés en part de fonds professionnels investis en actifs financiers non cotés.

Afin de mettre en perspective la performance de ces deux types de [FCPR Non-Evergreen](#) ainsi que celle des FCPR Evergreen, les quatre indicateurs synthétiques de la distribution des [taux de rendements](#) annualisés à fin 2023 ont été représentés sur ces trois catégories de FCPR dans le graphique ci-après.



Les rendements historiques des FCPR Non-Evergreen structurés en parts de fonds d'actifs financiers non cotés professionnels se démarquent clairement, avec un taux de rendement [médian](#) et moyen pondéré respectifs de 7,5% et 10,6%, des FCPR investissant directement dans des entreprises non cotées. Ces FCPR au format fonds de fonds bénéficient de la performance à fin 2023 des fonds professionnels sous-jacents d'actifs financiers non cotés. Deux FCPR d'une même société de gestion et structurés en parts de fonds professionnels d'actifs financiers non cotés ont particulièrement performé à fin 2023 avec des taux de rendement respectifs de 24% et 25%. Ces deux performances tirent la moyenne de la catégorie des FCPR en parts de fonds à la hausse.

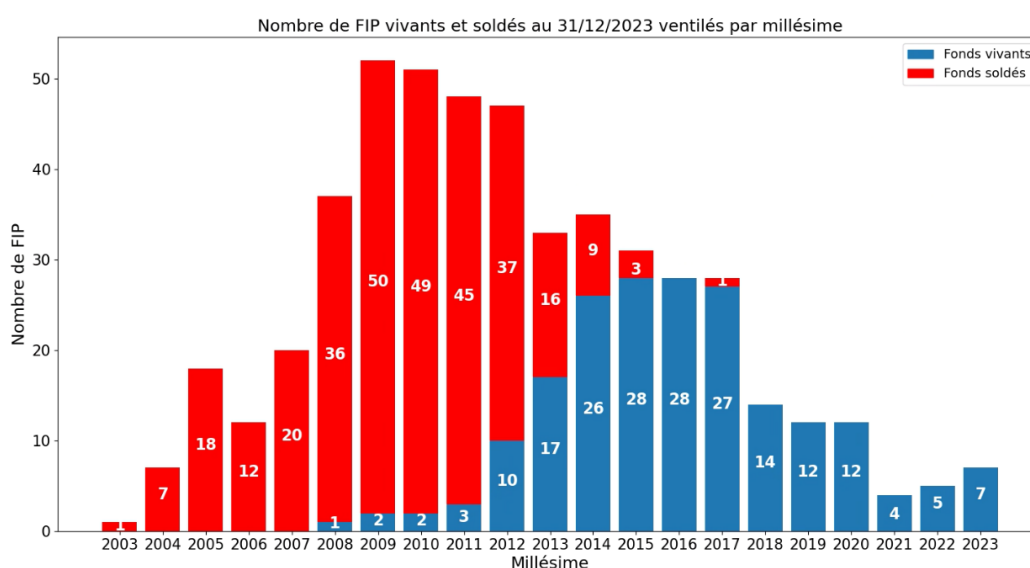
La [médiane](#) et le taux de rendement pondéré des FCPR exposés directement à des actifs financiers non cotés ressortent à des niveaux inférieurs respectifs de 2,4% et 4,1%. Cette différence explique l'écart significatif observé précédemment sur l'ensemble des FCPR Non-Evergreen entre le taux de rendement médian de 2,7% et le taux de rendement moyen pondéré de 7%.

2.2.2. Ventilation des performances par millésime

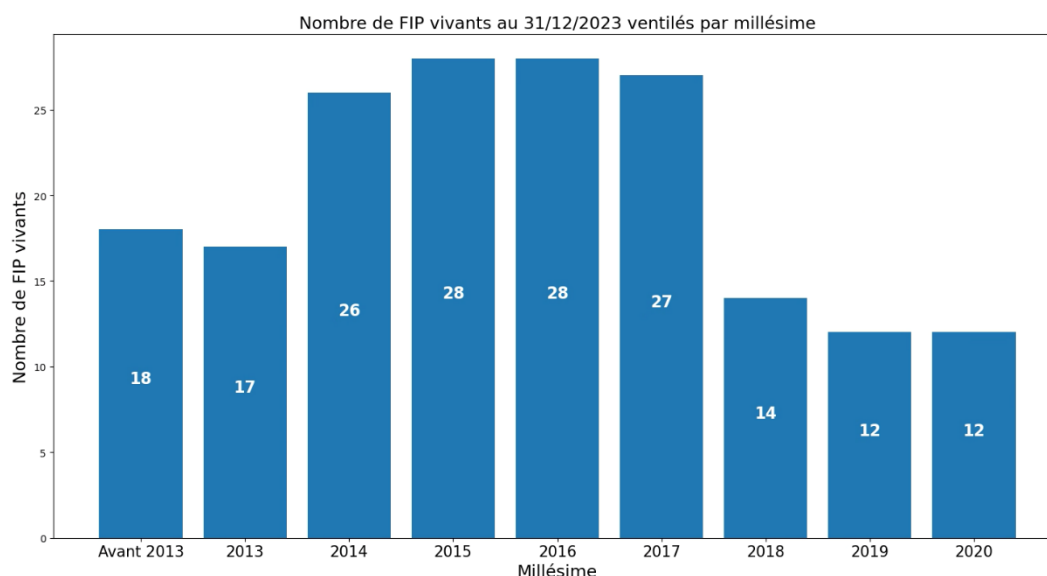
La décomposition des performances par [millésime](#) est analysée dans cette section sur le périmètre des [FIP](#), [FCPI](#) ainsi que sur celui des [FCPR](#) fermés en investissement direct dans des entreprises non cotées. En raison d'un nombre restreint d'observations, cette décomposition par millésime ne peut être réalisée sur les FCPR structurés en parts de fonds, les FCPR Evergreen et les [Autres FIA](#) en assurance-vie.

□ Ventilation par millésime des performances des FIP vivants au 31/12/2023

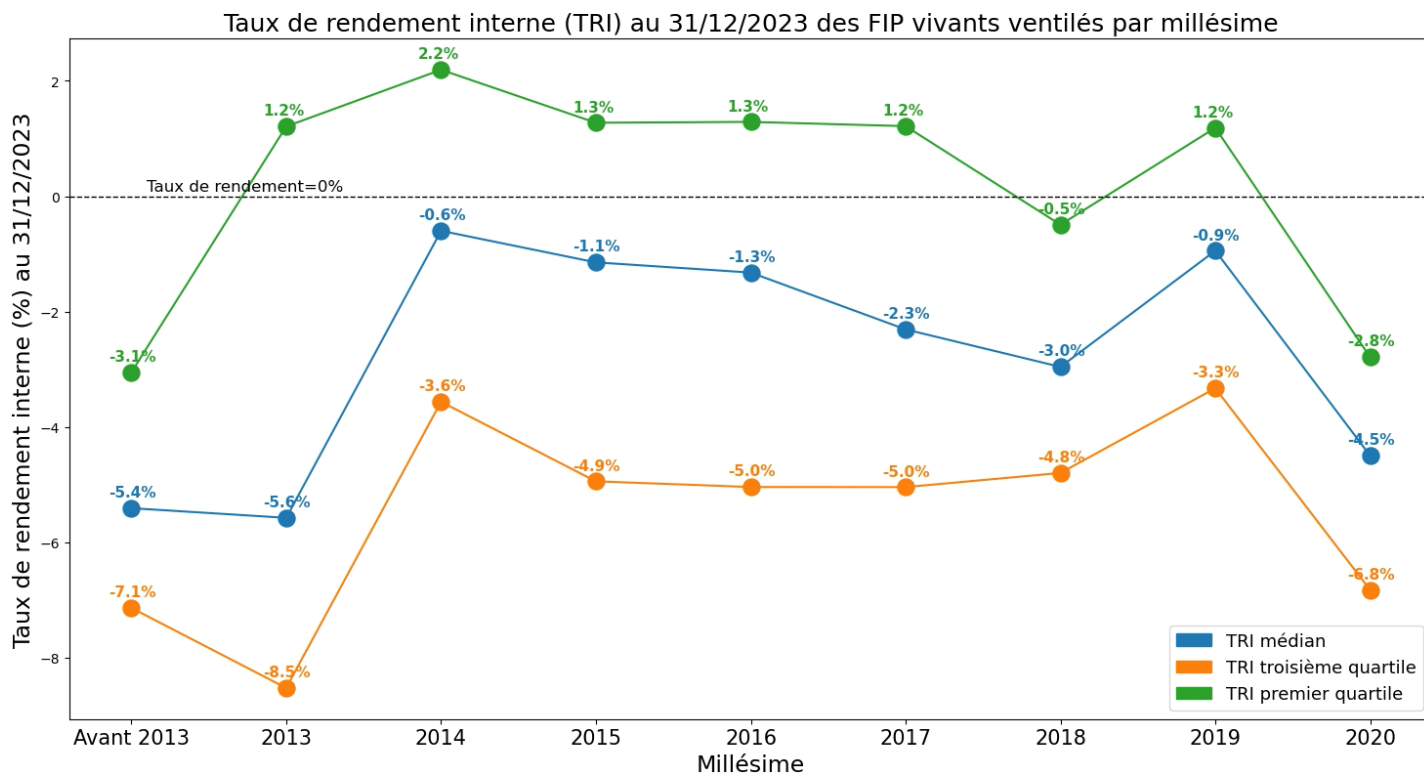
Le graphique ci-dessous, exposé dans la [section 1.2](#), retrace l'évolution par millésime du nombre de FIP vivants (et également soldés) en date d'arrêté du 31 décembre 2023.



S'agissant des FIP vivants, les performances des millésimes 2022 et 2023 n'ont pas été comptabilisées car celles-ci ne reflètent pas un niveau de maturité suffisamment avancé. Par ailleurs, le millésime 2021 a également été écarté car celui-ci ne comporte que quatre FIP. Enfin, les millésimes antérieurs à 2013 ont été regroupés au sein d'un même échantillon étiqueté « Avant 2013 ». Les millésimes retenus et les échantillons de FIP vivants pour chaque millésime sont représentés ci-après :



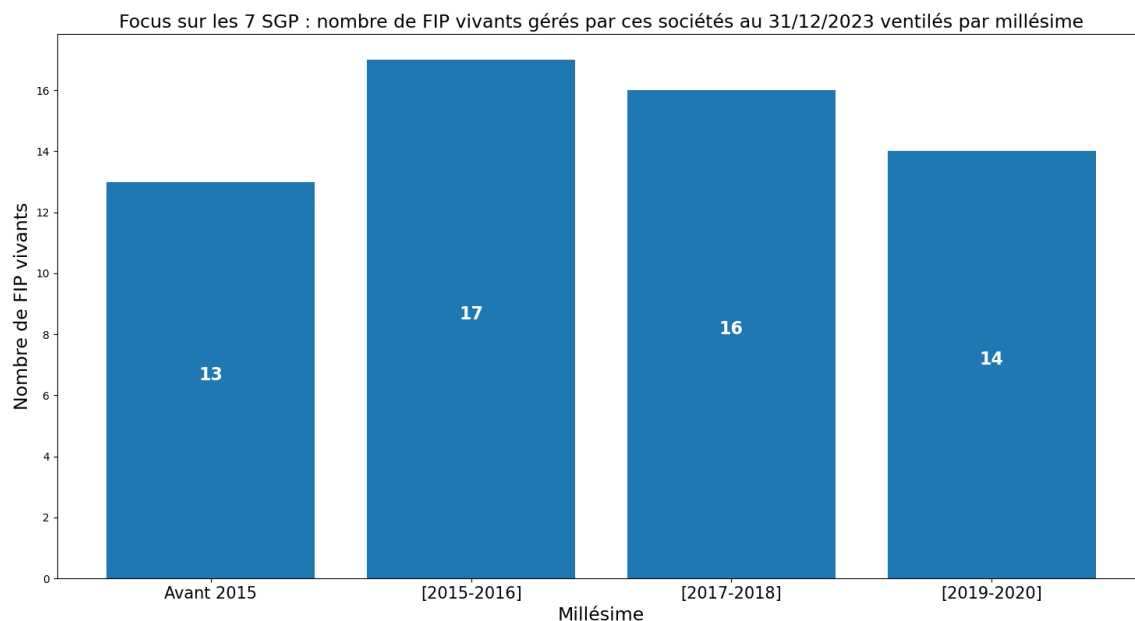
Pour chaque millésime, les trois [quartiles](#) de la distribution du [taux de rendement interne](#) (TRI) ont été déterminés et représentés sur le graphique ci-dessous.



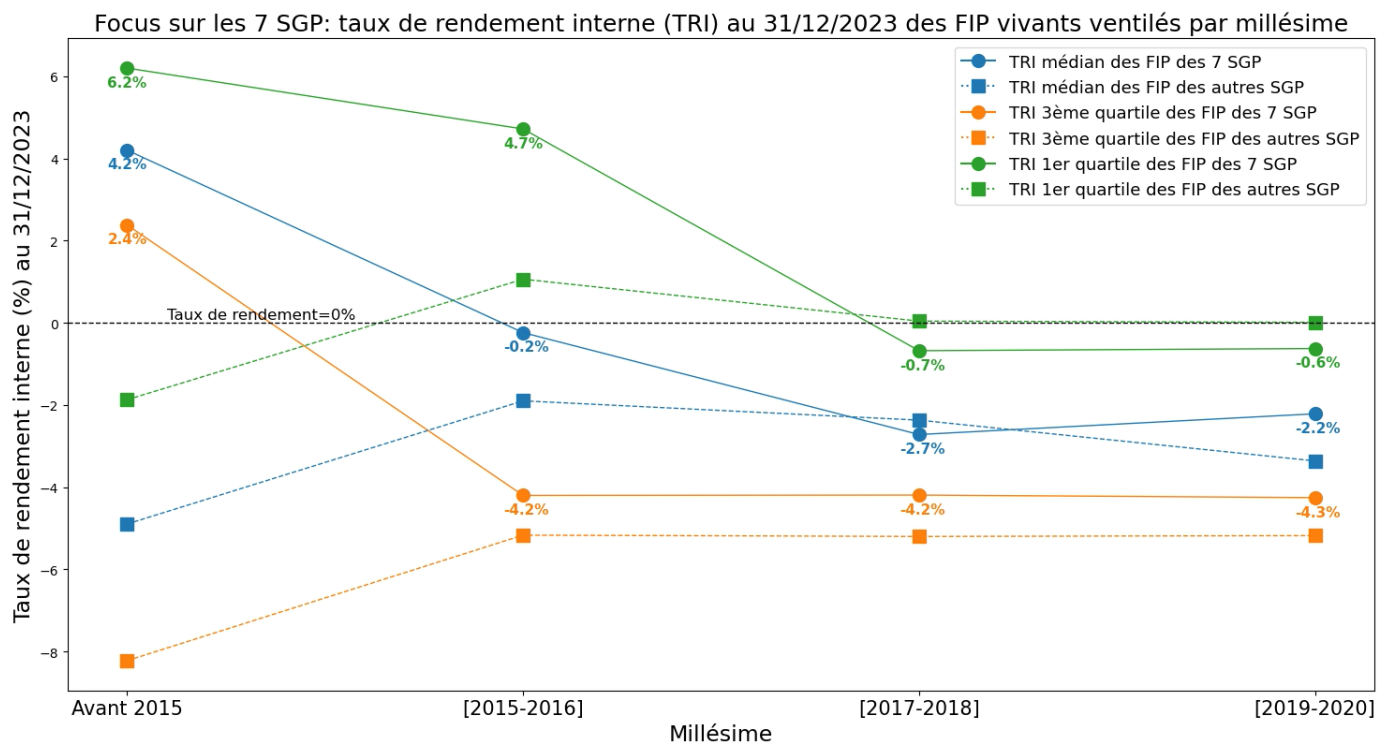
Les trois indicateurs synthétiques de la distribution du taux de rendement prennent des valeurs différenciées selon les millésimes. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette différenciation par millésime dont notamment le cycle de vie des actifs des fonds, les secteurs d'investissement, l'impact potentiel de changements de cycle économique ainsi que les éventuelles difficultés de cessions d'actifs, en particulier pour les fonds lancés avant 2014. En outre, le positionnement dans le creux de la courbe en J les premières années d'investissement est probablement à l'origine des valeurs abaissées observées en 2020.

S'agissant plus spécifiquement des valeurs du TRI médian et du troisième quartile, celles-ci restent négatives pour l'ensemble des millésimes considérés. Concernant le premier quartile, les niveaux restent contenus avec un maximum de 2,2% atteint en 2014.

Par ailleurs, une réduction notable du nombre de sociétés de gestion actives sur le lancement de nouveaux FIP a été mentionnée dans la [section 1.2](#). En effet, seules sept sociétés de gestion sont toujours actives depuis 2021 contre 31 sociétés sur la période 2009-2012. Afin de compléter cette étude sur les performances des FIP vivants avec un axe d'analyse supplémentaire, les performances au 31 décembre 2023 des FIP vivants de ces sept sociétés ont été analysées et comparées à celles des sociétés qui n'ont plus créé de nouveaux FIP depuis 2021. En particulier, au vu du nombre limité de FIP gérés par ces sept sociétés, des paires de millésimes, représentées dans le graphique ci-après, ont dû être constituées afin d'établir des échantillons suffisamment larges pour mener une analyse statistique.



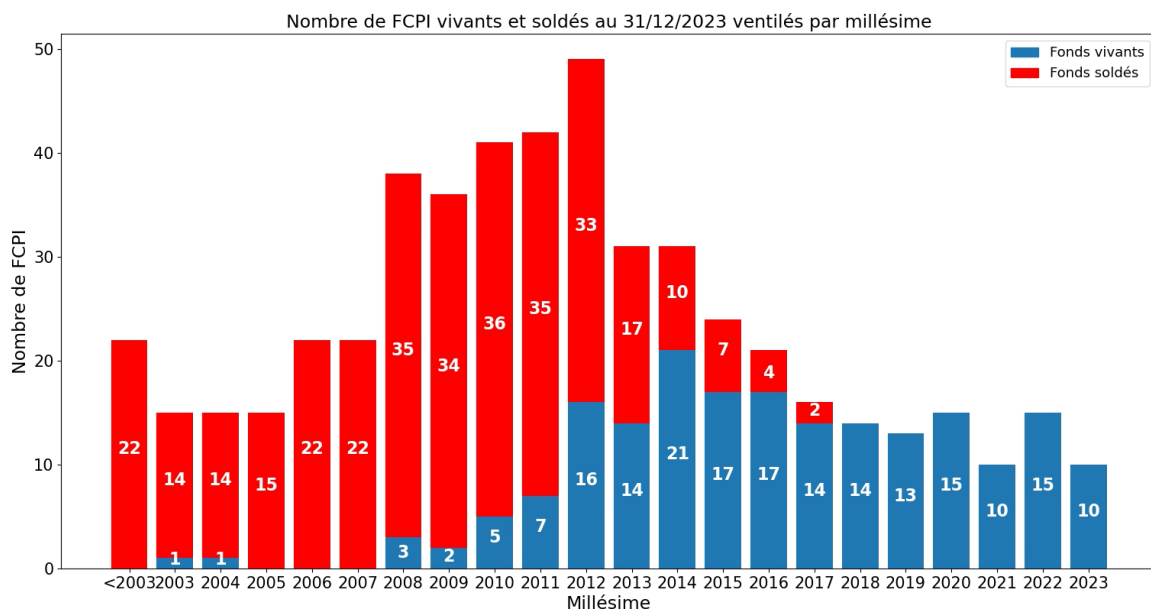
Pour chaque catégorie de millésimes, les trois quartiles de la distribution du taux de rendement interne (TRI) des FIP de ces sept sociétés de gestion ont été déterminés et représentés sur le graphique ci-dessous. Les trois quartiles du TRI des FIP vivants des autres sociétés de gestion ont été superposés.



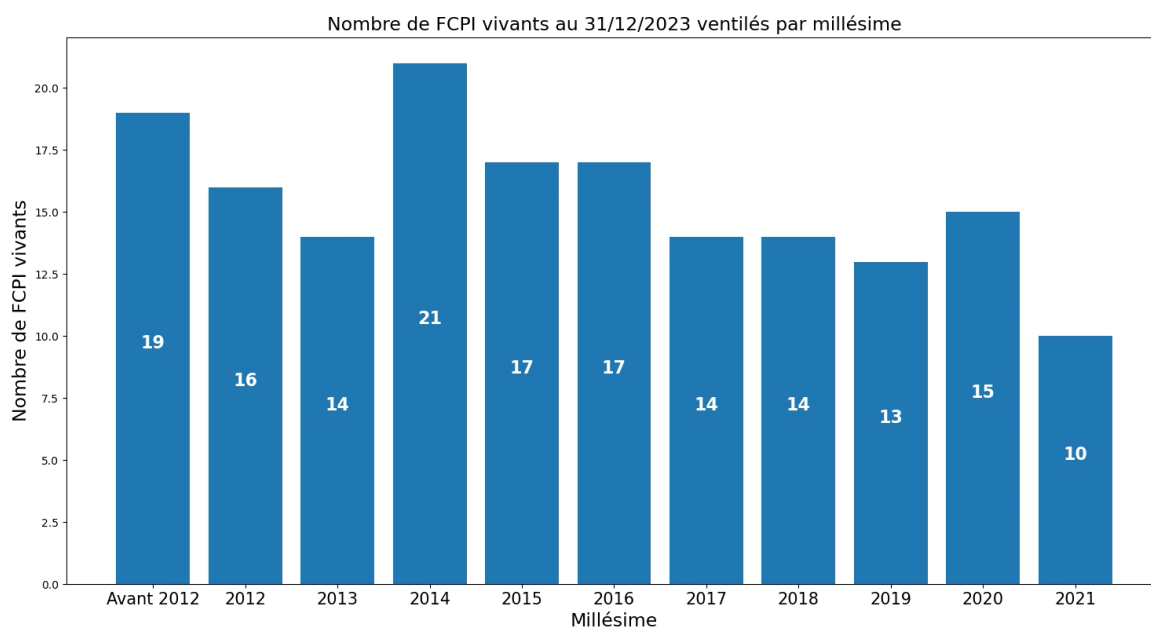
Des indicateurs de performance différenciés par catégorie de millésimes ressortent à nouveau reflétant vraisemblablement des cycles de vie différents des actifs sous-jacents. De plus, cette analyse comparative met en exergue, pour les sept SGP toujours actives sur le lancement des FIP, une appréciation de la médiane et du premier quartile pour les millésimes 2015-2016 ainsi qu'un net redressement des trois quartiles de la distribution du TRI pour les millésimes antérieurs à 2015.

□ Ventilation par millésime des performances des FCPI vivants au 31/12/2023

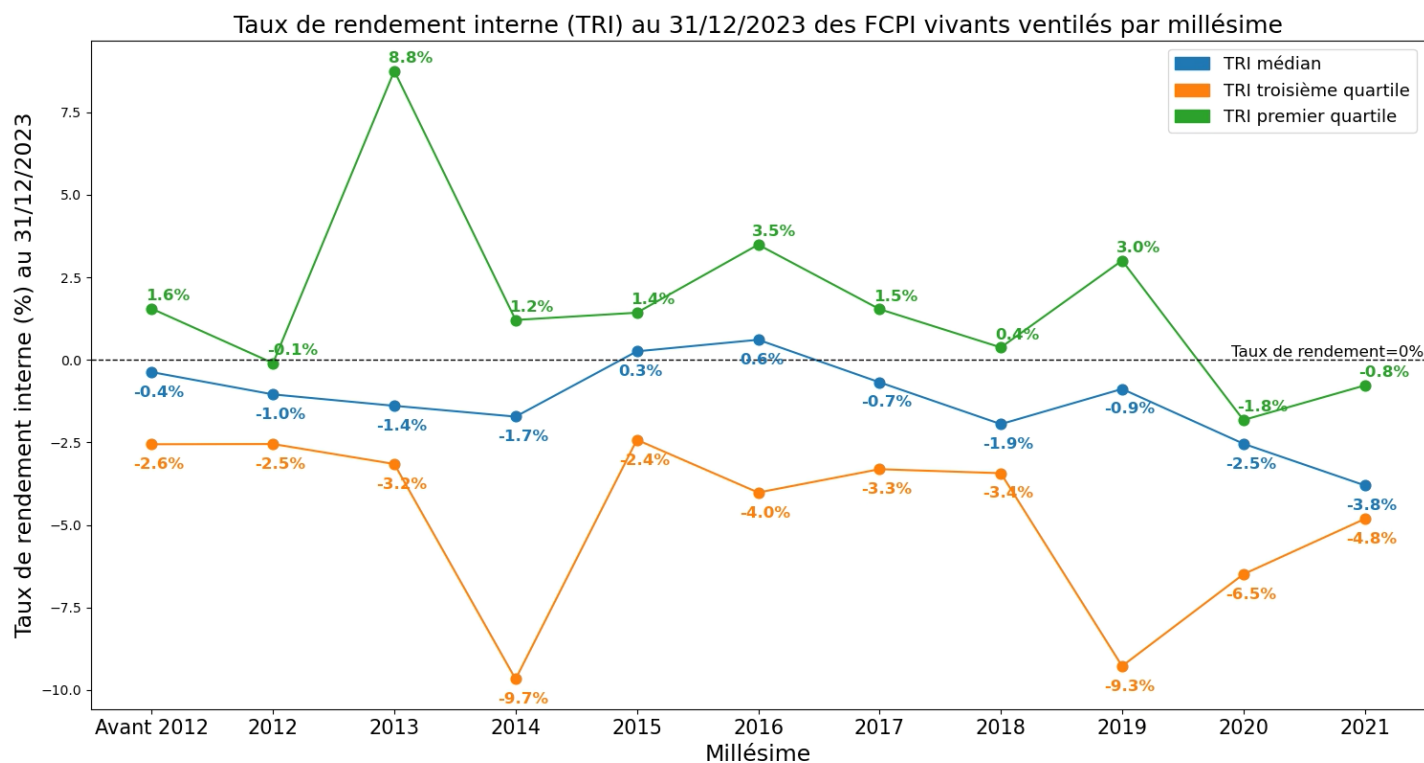
Le graphique ci-dessous, exposé dans la [section 1.2](#), retrace l'évolution par millésime du nombre de [FCPI](#) vivants (et également soldés) en date d'arrêt du 31 décembre 2023.



S'agissant des FCPI vivants, de même que pour les FIP, les performances des [millésimes](#) 2022 et 2023 n'ont pas été comptabilisées car celles-ci ne reflètent pas un niveau de maturité suffisamment avancé. Par ailleurs, les millésimes antérieurs à 2012 ont été regroupés au sein d'une même catégorie « Avant 2012 ». Les millésimes retenus et les échantillons de FCPI vivants pour chaque millésime sont représentés ci-après :



Pour chaque millésime, les trois [quartiles](#) de la distribution du [taux de rendement interne](#) (TRI) ont été déterminés et représentés sur le graphique ci-dessous.

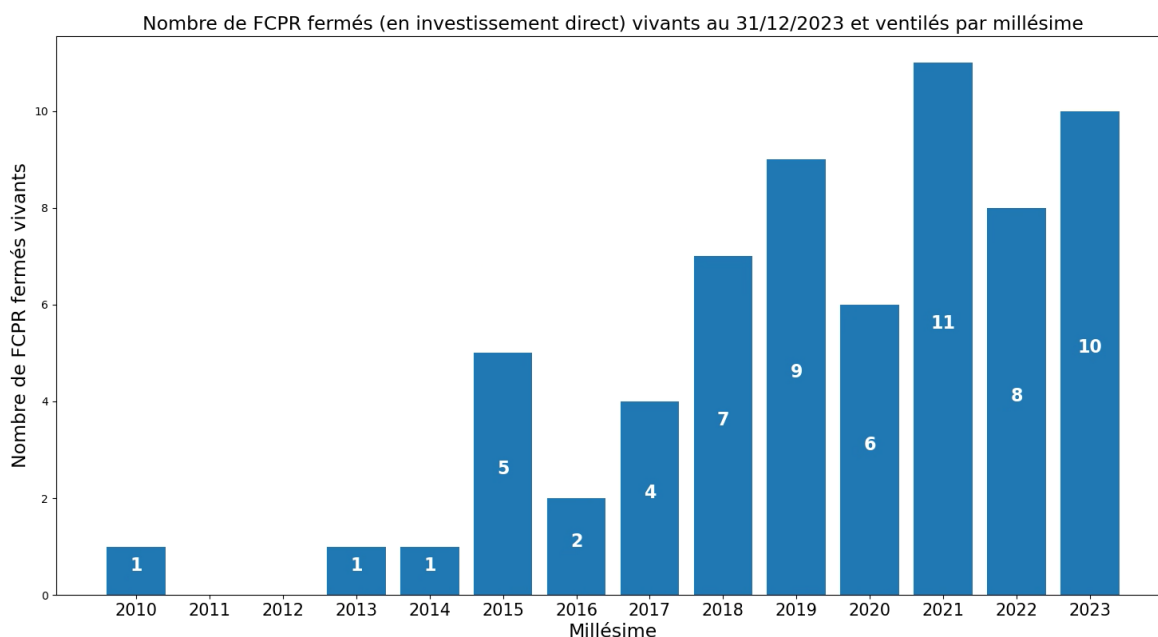


De même que pour les FIP, les trois indicateurs synthétiques de la distribution du taux de rendement des FCPI prennent des valeurs différenciées selon les millésimes. En outre, le profil du TRI médian affiche une variabilité moindre par millésime que les profils des premiers et troisièmes quartiles.

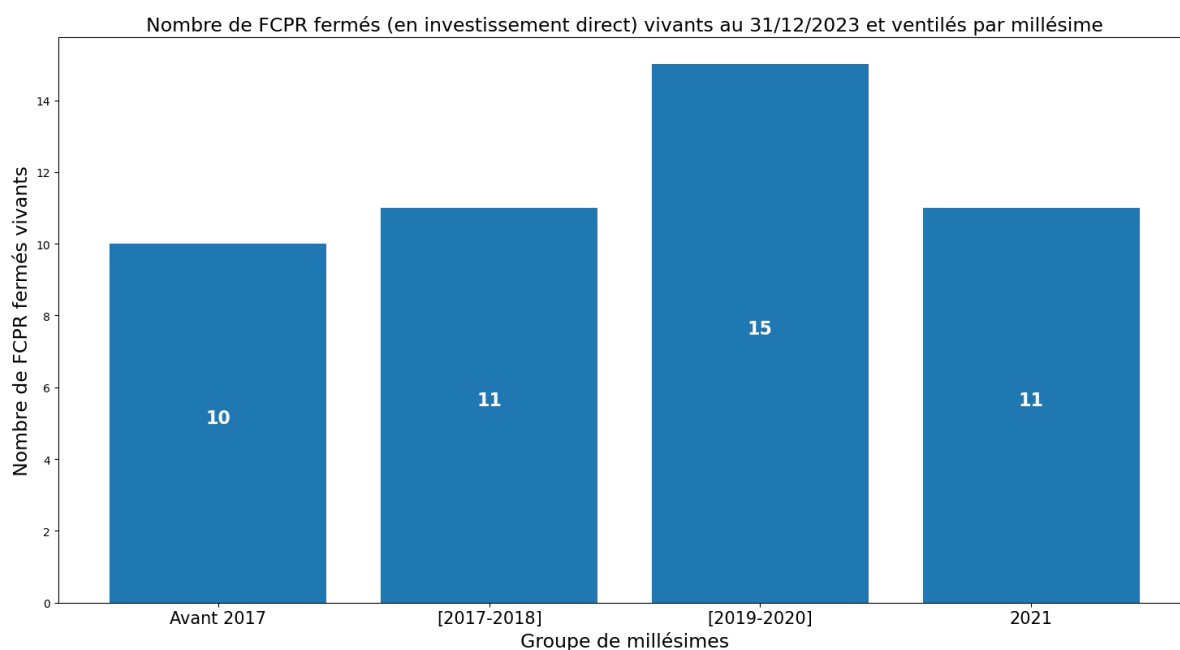
S'agissant des valeurs du TRI médian, celles-ci restent négatives à l'exception des millésimes 2015 et 2016 pour lesquels les TRI médians au 31 décembre 2023 s'élèvent respectivement à 0,3% et 0,6%.

□ Ventilation des performances des FCPR fermés, en investissement direct, vivants par millésime

Le graphique ci-dessous retrace l'évolution par [millésime](#) du nombre de [FCPR](#) vivants en date d'arrêté du 31 décembre 2023 qui investissent de manière directe dans des actifs financiers non cotés.

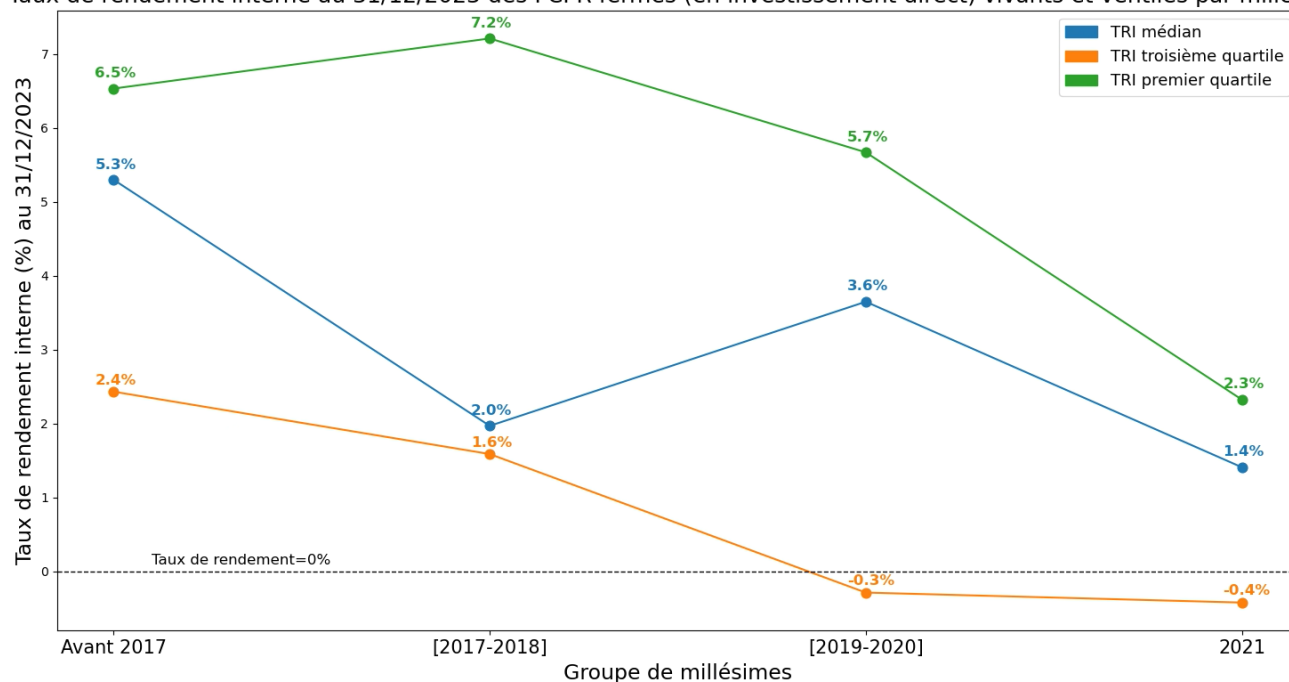


A l'instar des FIP et FCPI, les performances des FCPR des millésimes 2022 et 2023 n'ont pas été comptabilisées car celles-ci ne reflètent pas un niveau de maturité suffisamment avancé. De plus, au regard du nombre limité d'observations pour certains millésimes, des regroupements de millésime, représentés dans le graphique ci-après, ont dû être considérés afin de constituer des échantillons suffisamment larges pour mener une analyse statistique.



Pour chaque catégorie de millésimes, les trois [quartiles](#) de la distribution du [taux de rendement interne](#) (TRI) ont été déterminés et représentés dans le graphique ci-dessous.

Taux de rendement interne au 31/12/2023 des FCPR fermés (en investissement direct) vivants et ventilés par millésime



Des indicateurs de performance différenciés par groupe de millésimes ressortent à nouveau de cette analyse reflétant probablement des cycles de vie différents des actifs sous-jacents. De plus, le troisième quartile et la médiane de la distribution du taux de rendement interne s'apprécient pour les millésimes antérieurs à 2017. Ce relèvement du troisième quartile pour le groupe de millésime « Avant 2017 » induit également un resserrement de la dispersion (écart interquartile) du taux de rendement interne.

2.2.3. Attribution de performance sur 3 ans des FCPR Evergreen

Les leviers de performance de la catégorie des fonds « Evergreen » ne sont pas encore établis à date tant l'offre de fonds est récente, certains fonds n'ayant pu encore déployer l'ensemble de leurs stratégies d'investissement, et tant les structurations d'actifs sont hétérogènes. Les typologies d'actifs financiers non cotés sont en effet diverses et les montant d'actifs dits « liquides »²⁶ varient selon les profils de fonds.

Six gérants de fonds Evergreen, qui totalisent 85% des encours des [FCPR](#) Evergreen au 31 décembre 2023, ont fourni, dans le cadre de cette étude, l'attribution de performance de leurs fonds²⁷ par catégories d'actifs sous-jacents, et ce, sur un historique de trois ans. L'agrégation des attributions de performance des fonds permet dès lors de déterminer sur un historique récent des éléments quantitatifs relatifs aux facteurs de performance des FCPR Evergreen.

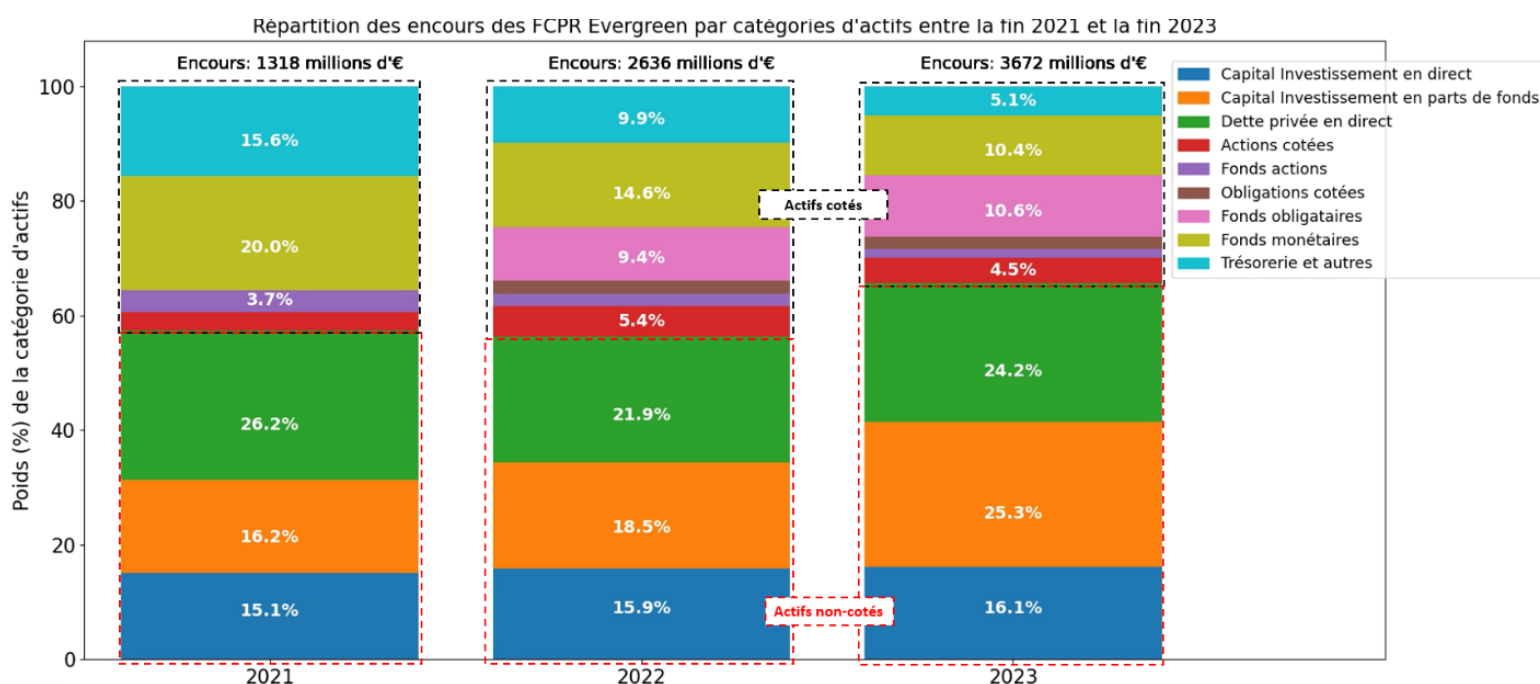
²⁶ La poche d'actifs « liquides » des Evergreen leur permet de faire face à des demandes de rachats à court terme.

²⁷ Une analyse de cohérence a été effectuée sur ces données. Les méthodologies des gérants en matière d'attribution de performance peuvent néanmoins différer.

L'allocation de l'actif de ces fonds ainsi que l'attribution de performance par catégories ont été étudiées sur un historique de trois ans correspondant à l'ancienneté moyenne de ces fonds. De plus, l'attribution de performance a été décomposée en neuf catégories exclusives d'actifs :

- Capital Investissement en direct
- Capital Investissement en parts de fonds
- Dette privée en direct²⁸
- Actions cotées
- Fonds actions
- Obligations cotées
- Fonds obligataires
- Fonds monétaires
- Trésorerie et autres actifs

Le graphique ci-après retrace l'évolution annuelle des poids des différentes catégories d'actifs entre la fin 2021 et la fin 2023. Le périmètre de fonds, constitué de sept [FCPR](#) Evergreen appartenant à six gérants d'actifs, est constant sur l'historique étudié.



Si la proportion d'actifs financiers non cotés est restée similaire à des niveaux de l'ordre de 55% en 2021 et 2022, celle-ci a augmenté en 2023 pour atteindre 65,6% traduisant l'investissement de capitaux en 2023 dans des actifs financiers non cotés. De plus, sur ces 65,6% d'actifs financiers non cotés à fin 2023, le capital-investissement, en direct ou *via* des parts de fonds, est majoritairement représenté.

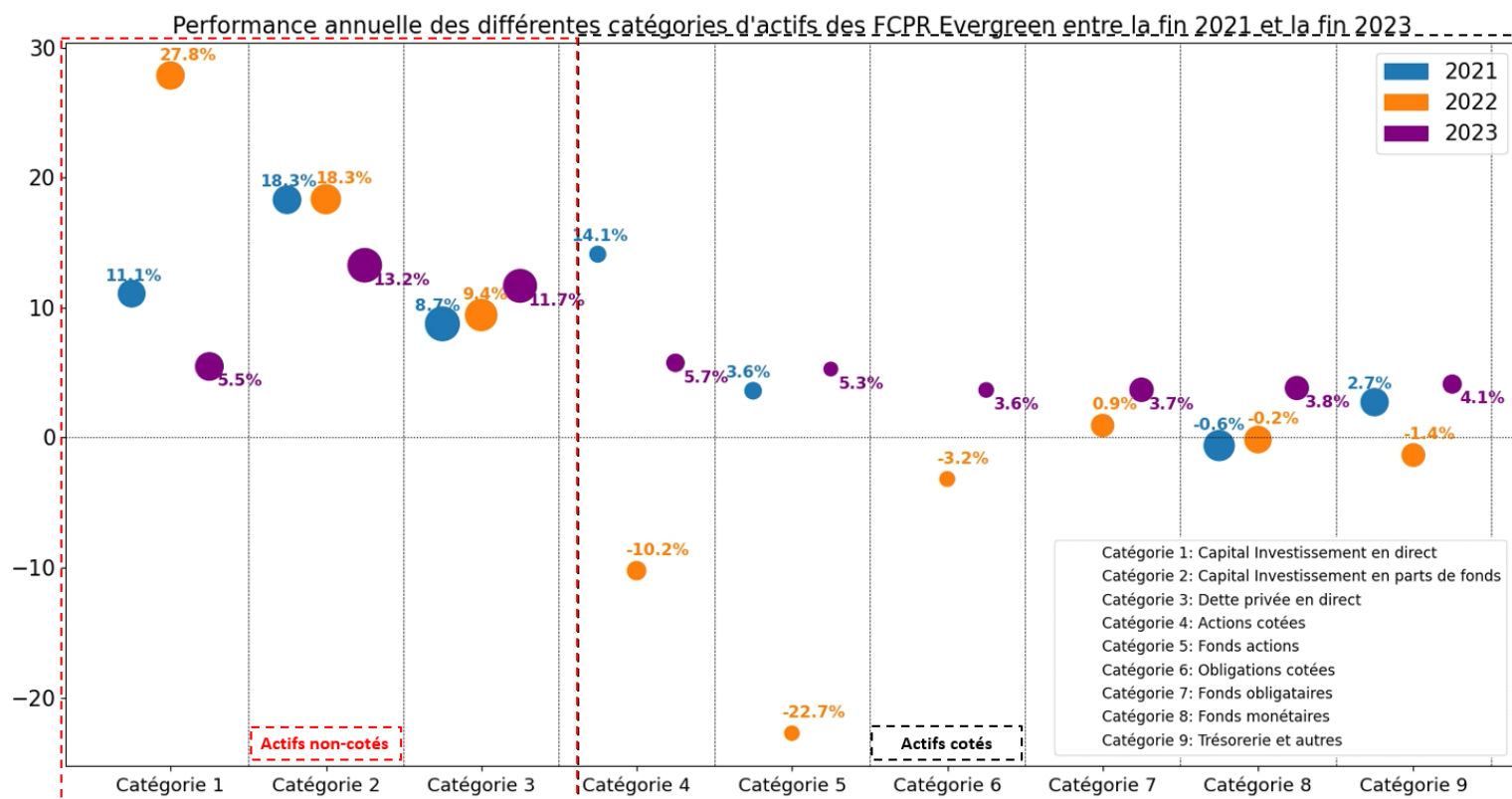
Cette augmentation de la poche d'actifs financiers non cotés en 2023 s'est accompagnée mécaniquement d'une réduction de l'allocation en actifs cotés dont la proportion en encours est passée de 42,6% en 2021 à 34,4% en 2023. En complément de cette diminution au regard de l'allocation globale, la composition de la poche d'actifs liquides s'est également modifiée avec l'intégration d'une proportion

²⁸ Aucun investissement en parts de fonds de dette privée n'a été identifié dans l'actif des FCPR Evergreen étudiés.

significative de fonds obligataires en 2022 et 2023 venant amoindrir la part de trésorerie et de fonds monétaires.

Le graphique ci-dessous représente la performance annuelle brute de frais en 2021, 2022 et 2023 de chacune des catégories d'actifs. Cette performance « synthétique » est obtenue en agrégeant tous les [FCPR](#) Evergreen dans l'échantillon et est déterminée par catégorie d'actifs comme une moyenne, pondérée par les encours, des performances brutes de frais de chaque fonds dans la catégorie d'actifs considérée. A titre d'exemple, la performance synthétique de la catégorie d'actifs de dette privée en direct (Catégorie 3 dans le graphique ci-après) en 2021, 2022 et 2023 s'élève respectivement à 8,7%, 9,4% et 11,7%. Graphiquement, la performance synthétique brute de frais d'une catégorie d'actifs sur une année est représentée par une bulle dont la taille est proportionnelle au poids de la catégorie d'actifs. Les bulles sont dès lors visuellement plus massives dans les catégories d'actifs financiers non cotés dans la mesure où celles-ci sont prépondérantes à l'actif des FCPR Evergreen comme cela a été illustré sur le graphique précédent.

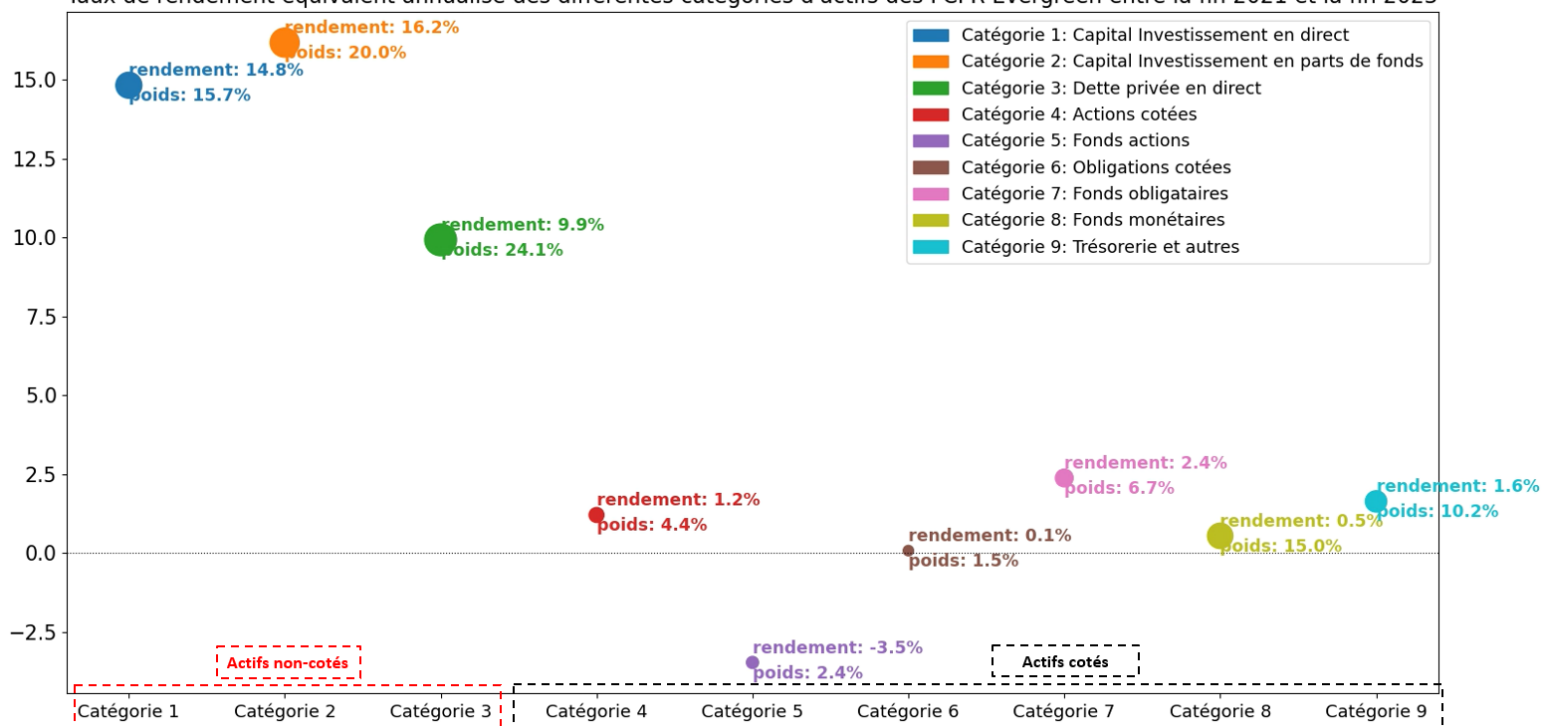
La performance brute de frais de la poche de capital investissement en direct (Catégorie 1) est marquée par une forte volatilité visible ces trois dernières années avec un maximum et un minimum respectif de 27,8% et 5,5%. Cette volatilité est moindre pour le capital investissement en part de fonds (Catégorie 2). Les actifs de dette privée (Catégorie 3), quant à eux, affichent des performances brutes de frais plus stables, qui ont progressé graduellement entre la fin 2021 et 2023. S'agissant des actifs liquides, la performance des actions, comprenant les actions cotées (Catégorie 4) et les fonds actions (Catégorie 5), se démarque par de fortes fluctuations comparativement aux autres catégories d'actifs cotés.



Le graphique précédent, qui décompose la performance brute de frais sur trois ans des catégories d'actifs des [FCPR](#) Evergreen, peut être synthétisé en un schéma équivalent annualisé. La méthode

conduisant à la détermination d'un poids et d'un rendement annuels équivalents pour chaque catégorie d'actifs est décrite dans [l'annexe 5.1](#). Le graphique ci-dessous expose par catégorie d'actifs le taux de rendement, brut de frais, équivalent annuel de la catégorie. Celui-ci est représenté par une bulle dont la taille est proportionnelle au poids de la catégorie. Les poids de chacune des poches d'actifs ont par ailleurs été reportés textuellement en-dessous de chaque bulle. Ainsi, la poche de capital investissement en direct affiche une performance annualisée brute de frais sur trois ans de 14,8% associée à un poids moyen équivalent de 15,7%.

Taux de rendement équivalent annualisé des différentes catégories d'actifs des FCPR Evergreen entre la fin 2021 et la fin 2023



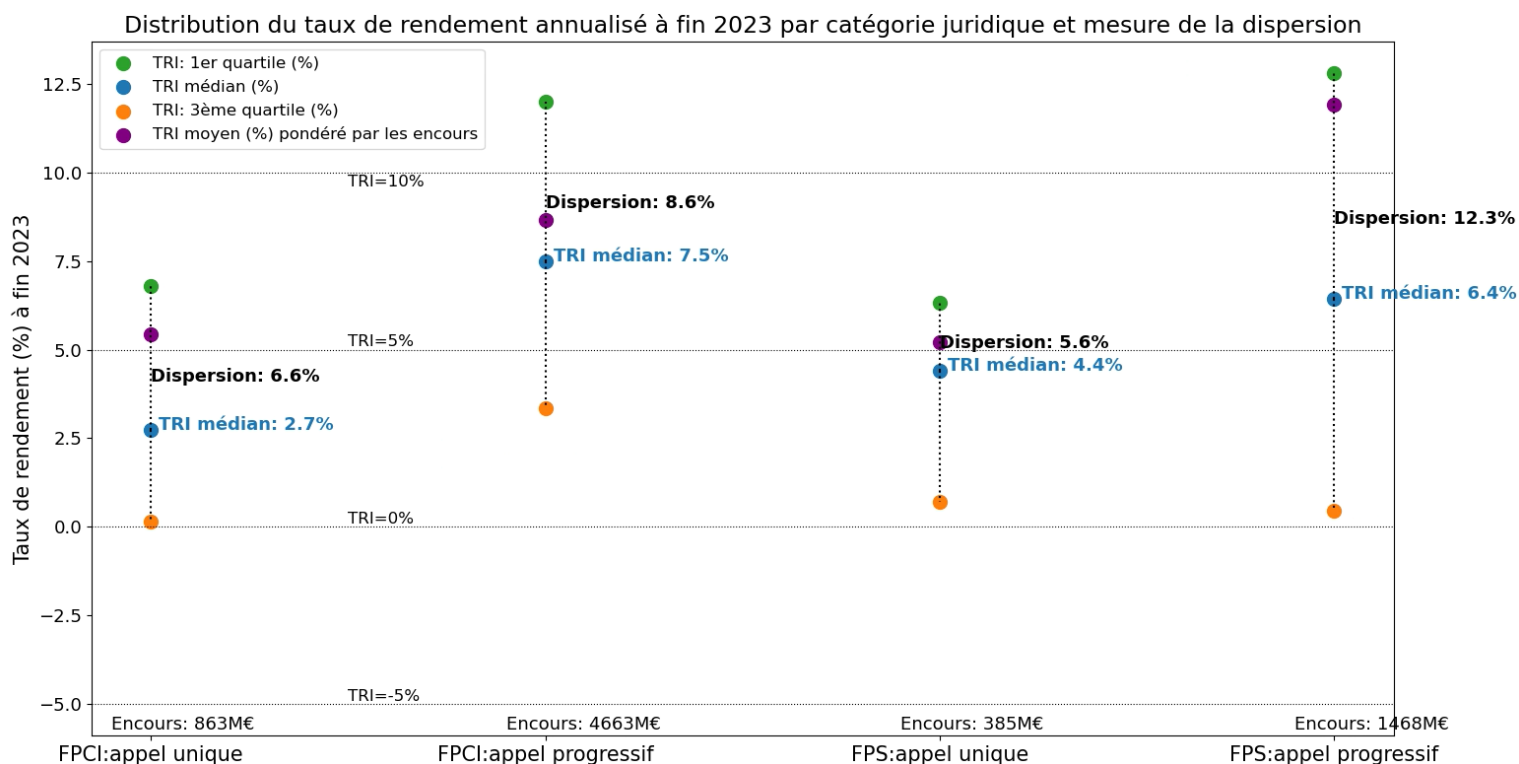
Synthétiquement, la performance, brute de frais, agrégée équivalente des [FCPR](#) Evergreen sur ces trois années est principalement issue des poches d'actifs financiers non cotés avec une variabilité significative notamment sur les actifs de capital investissement en direct tandis que la poche d'actifs liquides a contribué plus marginalement.

En outre, il convient de préciser que la performance des poches d'actifs financiers non cotés dépend des méthodes de valorisation des actifs sous-jacents qui, en l'absence de transactions compte-tenu du caractère récent des FCPR Evergreen, reposent sur des hypothèses spécifiques de rendement.

2.3. Fonds ouverts à des clients non-professionnels avertis : FPCI et FPS

Comme cela a été mentionné dans la [section 2.1](#), la libération du capital des fonds réservés à des clients [non-professionnels avertis](#) peut suivre deux modalités distinctes ; les capitaux peuvent en effet être fractionnés en plusieurs [appels progressifs](#) auprès des investisseurs ou alors souscrits intégralement par les investisseurs *via* un [appel de fonds unique](#). Cette distinction structurelle conduit à scinder les rendements des [FPCI](#) et [FPS](#) en deux groupes selon qu'ils soient à appel progressif ou unique de capital.

Le graphique ci-après, qui représente la distribution du [taux de rendement](#) annualisé au 31 décembre 2023 des FPCI et FPS, reflète une différence notable de rendements entre les fonds à appel unique de capital et ceux à appel progressif :



- FPCI** : une différence marquée ressort entre les [FPCI](#) à appel unique et à appel progressif de capital. Les appels progressifs de capitaux permettant d'optimiser le taux de rendement interne, les FPCI à appel progressif offrent logiquement un rendement supérieur. A titre d'exemple, le taux de rendement [médian](#) des FPCI à appel progressif de capital s'élève à 7,5% contre 2,7% pour les FPCI à appel unique. Par ailleurs, indépendamment des modalités de libération du capital, la [dispersion](#) de chacune des distributions des taux de rendement est significative ;
- FPS** : A l'instar des FPCI, les [FPS](#) à appel progressif de capital affichent des rendements supérieurs à ceux des FPS à appel unique. De plus, s'agissant des FPS à appel progressif de capital, la [dispersion](#) de la distribution des taux de rendement, évaluée à 12,3%, apparaît comme sensiblement élevée ce qui révèle une forte disparité de la performance des FPS à appel progressif de capital ; de plus le taux de rendement moyen pondéré se situe nettement au-dessus du taux de rendement [médian](#) ce qui traduit tendanciellement une surperformance des FPS d'encours significatifs.

2.4. Synthèse sur la performance des fonds vivants au 31 décembre 2023

L'analyse des [taux de rendements](#) à fin 2023 des fonds d'actifs financiers non cotés [vivants](#) destinés à des [clients non-professionnels](#) a conduit à relever des performances sensiblement hétérogènes et nettement différenciées selon les catégories juridiques et les caractéristiques des fonds : ouverture/fermeture aux rachats, [appel progressif/unique](#) de capital, investissements en direct/via des parts de fonds, etc. Le tableau ci-dessous répertorie synthétiquement les différentes métriques de la distribution des taux de rendement qui ont été représentées graphiquement dans les sections précédentes.

Typologie d'investisseurs	Catégorie juridique	Nombre de fonds ²⁹	Encours (millions d'euros)	Taux de rendement moyen pondéré	Premier quartile	Médiane	Troisième quartile
Fonds destinés à des clients particuliers non-professionnels (ticket d'investissement minimum <100 000€)	FIP	186	2798	-1,4%	1,2%	-2,4%	-5,3%
	FCPI	170	3036	-1,0%	1,4%	-1,1%	-4,8%
	Autres FIA distribués en assurance-vie	15	696	4,0%	5,1%	0,3%	-2%
	FCPR Non-Evergreen : investissements directs	47	1380	4,1%	5,7%	2,4%	0,3%
	FCPR Non-Evergreen : parts de fonds	10	943	10,6%	10,3%	7,5%	6,2%
	FCPR Evergreen	11	3937	6,2%	5,9%	5,0%	3,7%
Fonds destinés à des clients professionnels accessibles aux non-professionnels avertis (ticket d'investissement minimum >100 000€)	FPCI : appel de fonds unique	43	864	5,4%	6,8%	2,7%	0,2%
	FPCI : appel de fonds progressif	49	4663	8,6%	12,0%	7,5%	3,4%
	FPS : appel de fonds unique	10	385	5,2%	6,3%	4,4%	0,7%
	FPS : appel de fonds progressif	15	1469	11,9%	12,8%	6,4%	0,5%

²⁹ Les valeurs reportées dans les colonnes « Nombre de fonds » et « Encours (millions d'euros) » ne tiennent pas compte des fonds vivants ayant moins de deux ans d'ancienneté au 31 décembre 2023

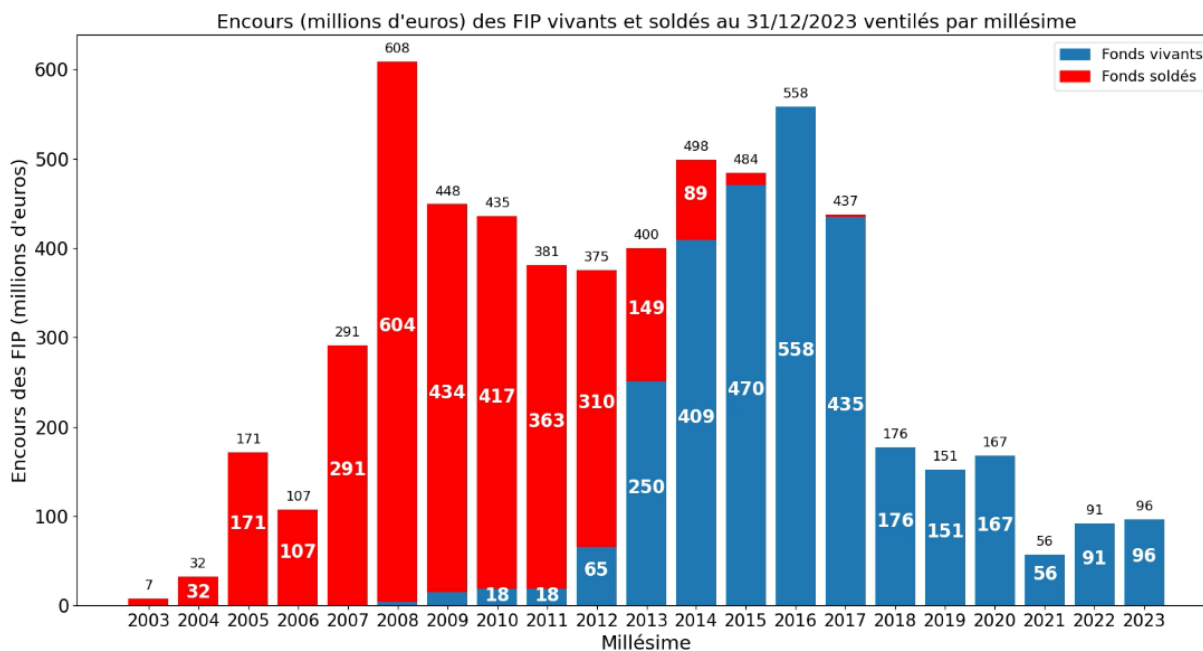
3. Analyse de la performance des fonds soldés

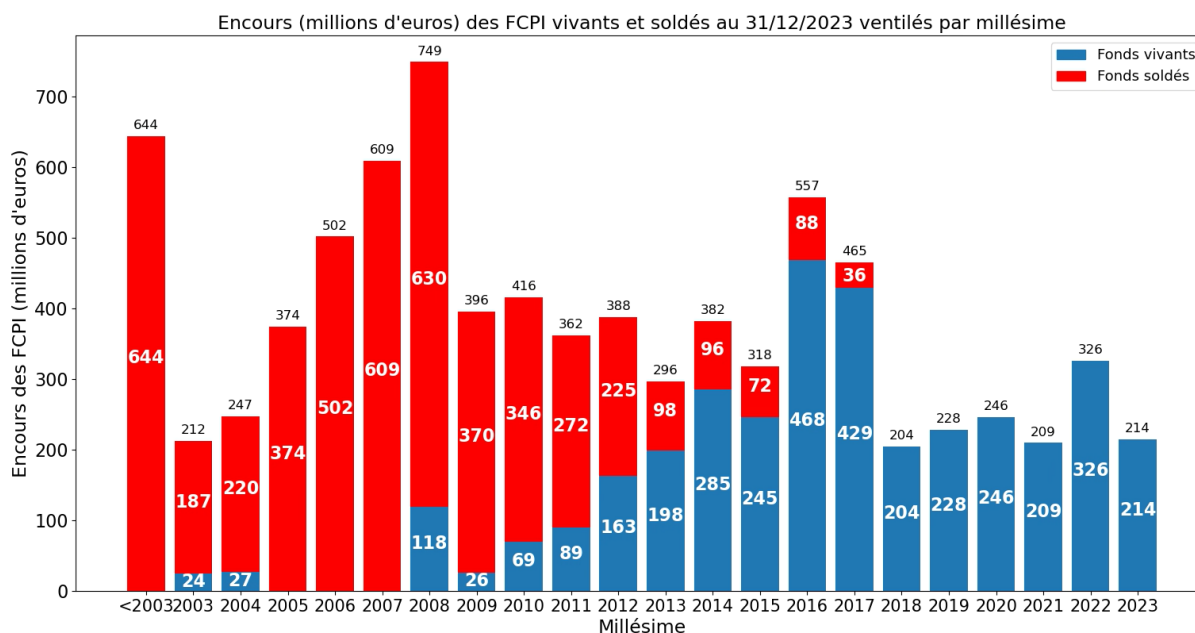
Le graphique présenté dans la [section 1.2](#) sur la répartition des [fonds vivants](#) et [soldés](#) indique que l'échantillon des fonds soldés comporte :

- 305 [FIP](#)
- 324 [FCPI](#)
- 18 [FCPR](#) Non-Evergreen
- 30 [FPCI](#)
- 1 [FPS](#)

Aucun FCPR Evergreen, cette classe d'actifs étant récente, ni [d'Autres FIA](#) distribués en assurance-vie n'ont été recensés dans le périmètre des fonds soldés. En outre, l'échantillon des [FPS](#) soldés n'étant constitué que d'une seule observation, une étude sur la performance observée des FPS soldés ne peut être menée.

Comme l'illustrent les graphiques ci-après, les FIP et FCPI ont historiquement fait l'objet d'une croissance soutenue notamment entre 2007 et 2017 avant de connaître un ralentissement à partir de 2018. Concomitamment, d'autres supports d'investissement destinés à des clients non-professionnels tels les FCPR Evergreen et FCPR Non-Evergreen se sont récemment accrus. Cette croissance historique des FIP et FCPI explique leur prépondérance dans l'échantillon des fonds soldés. Bien que les FIP et FCPI aient une collecte actuelle modérée et que leurs contraintes d'investissement spécifiques les distinguent des supports d'investissement qui sont actuellement davantage commercialisés, cet échantillon de FIP et FCPI soldés constitue une base d'étude large de fonds d'actifs financiers non cotés sur laquelle l'évolution des performances jusqu'à la liquidation peut être examinée.

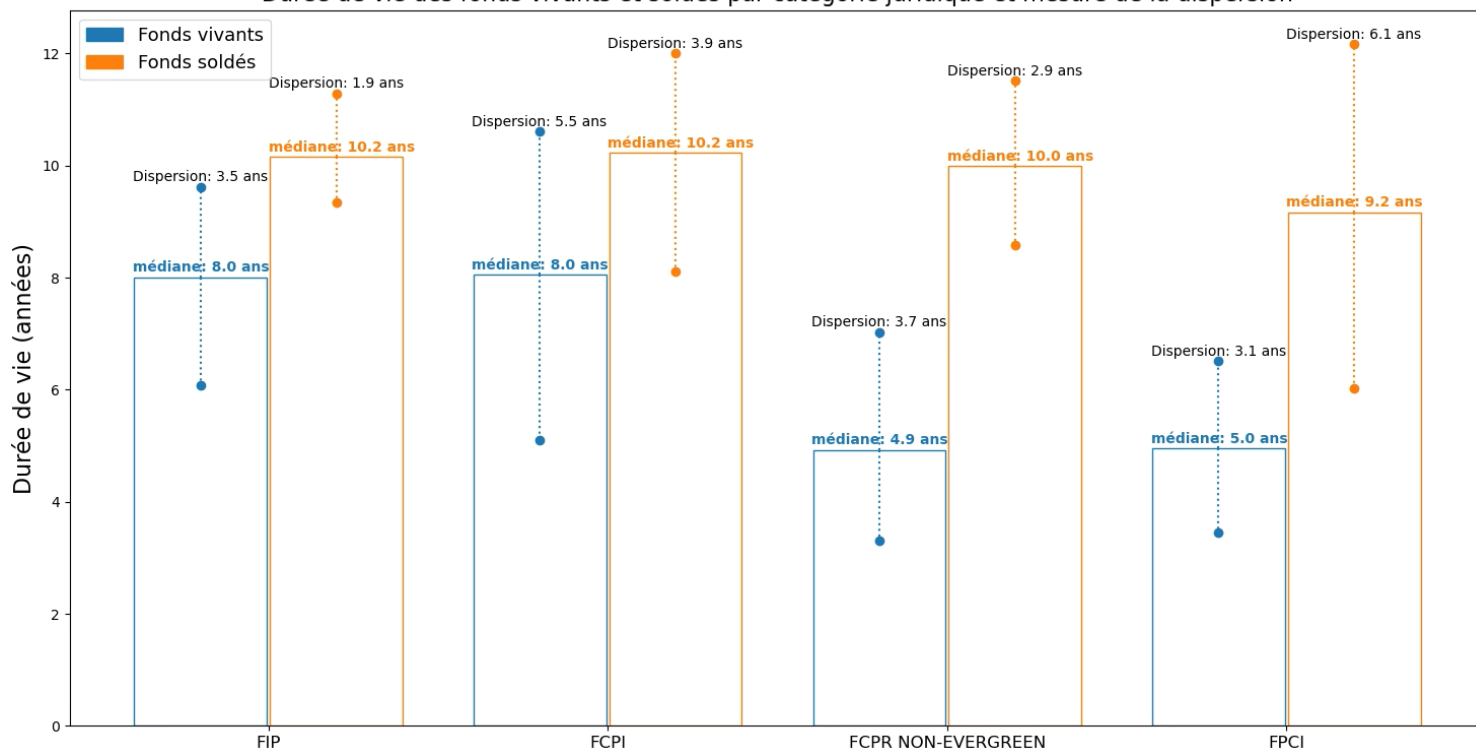




3.1. Analyse de la durée de vie des fonds

La durée de vie des fonds [soldés](#) et [vivants](#) depuis leur date de constitution a été analysée. Le graphique ci-dessous présente la distribution de la durée de vie fonds soldés des FIP, FCPI, FCPR fermés (Non-Evergreen) et FPCI. De plus, la distribution de l'ancienneté des fonds vivants a été superposée afin d'estimer tendanciellement, pour chacune des catégories juridiques, la durée restante jusqu'à la liquidation. Par ailleurs, les différentes distributions des durées de vie ont été synthétisées graphiquement par leur durée de vie [médiane](#), leur [premier](#) et [troisième](#) quartiles ainsi que leur [dispersion](#) mesurée par l'écart entre le premier et le troisième quartile.

Durée de vie des fonds vivants et soldés par catégorie juridique et mesure de la dispersion



Les FIP et FCPI présentent des propriétés communes. En effet, la durée de vie médiane des fonds soldés s'élève identiquement à 10,2 ans, avec une dispersion plus importante pour les FCPI. De plus, l'ancienneté médiane est, de même, identique à 8 ans pour les FIP et FCPI vivants au 31 décembre 2023. En outre, un écart de 2,2 ans peut être relevé entre la durée de vie médiane des fonds soldés et vivants ce qui indique, tendanciellement, qu'une part notable de FIP et FCPI se rapprochent de leur clôture.

S'agissant des FCPR Non-Evergreen, la durée de vie médiane des fonds soldés, évaluée à 10 ans, avoisine celle des FIP et FCPI. De plus, l'écart entre l'ancienneté médiane des fonds vivants au 31 décembre 2023 (4,9 ans) et la durée de vie médiane des fonds soldés (10 ans) s'élève à 5,1 ans. Celui-ci est plus significatif que l'écart de 2,2 ans mesuré pour la catégorie des FIP et FCPI : cela tend à montrer que les FCPR Non-Evergreen sont relativement plus récents et que leur cycle de vie restant jusqu'à la liquidation s'étalera sur une période statistiquement évaluée à 5,1 ans. Ainsi, le [taux de rendement](#) médian des FCPR Non-Evergreen vivants, évaluée en date du 31 décembre 2023 à 2,7% dans la [section 2.2](#), constitue un indicateur reflétant tendanciellement la performance de ces fonds à mi-parcours. Leurs performances finales seront connues à terme lors de la cession des actifs sous-jacents.

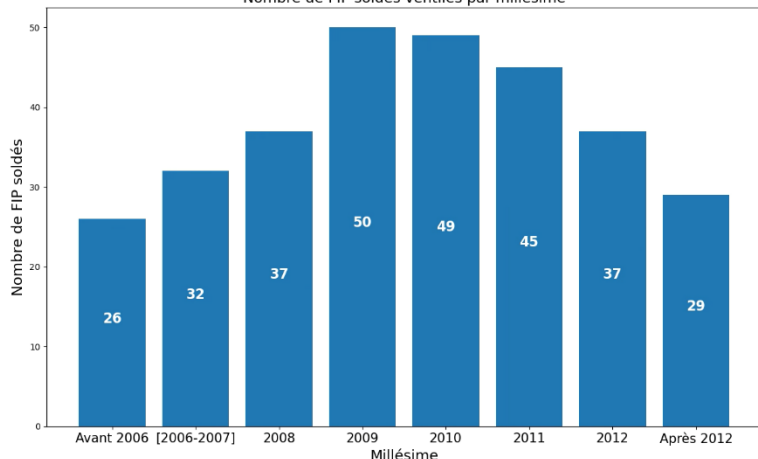
Comparativement aux autres catégories, la durée de vie médiane des FPCI soldés, déterminée à 8,9 ans, reste légèrement en-deçà et la distribution est marquée par une dispersion plus importante. L'écart entre l'ancienneté médiane des FPCI vivants au 31 décembre 2023 (5,0 ans) et la durée de vie médiane des FPCI soldés (9,2 ans) s'élève à 4,2 ans ce qui signifie, tendanciellement, que les FPCI mettront approximativement 4 ans avant de clôturer leur cycle de vie.

3.2. Etude de la performance des FIP soldés

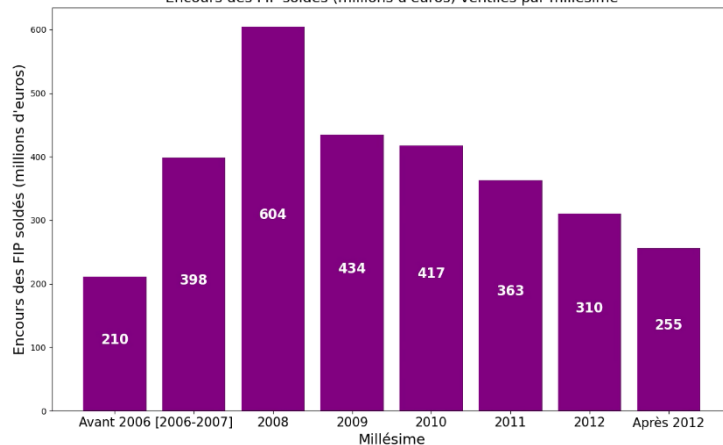
□ Ventilation du taux de rendement à la liquidation par millésime

305 [FIP soldés](#) ont été recensés dans la collecte de données déployée auprès des sociétés de gestion. Ces fonds peuvent être classés, en nombre et en encours, par millésime qui correspond à l'année de premier investissement du fonds :

Nombre de FIP soldés ventilés par millésime

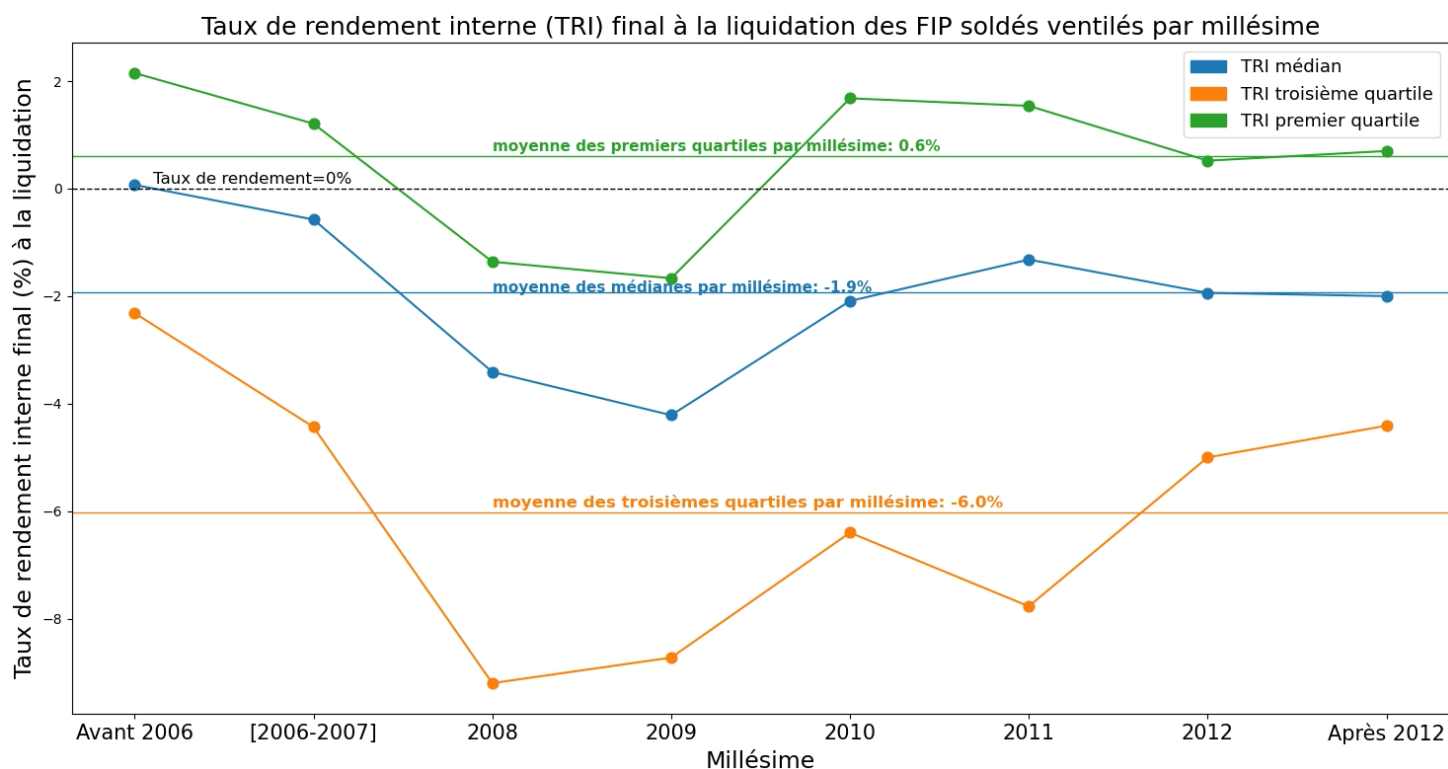


Encours des FIP soldés (millions d'euros) ventilés par millésime



En nombre, les FIP soldés ont majoritairement lancé leurs premiers investissements dans la période [2008-2012]. S'agissant de la répartition en encours, un pic de 604 millions d'euros d'encours caractérise le millésime 2008.

Pour chaque groupe de millésimes, les trois [quartiles](#) de la distribution du taux de rendement interne ([TRI](#)) à la liquidation ont été déterminés puis représentés graphiquement ci-après. De plus, les moyennes des premiers quartiles, médianes et troisièmes quartiles sur l'ensemble des groupes de millésimes ont été rajoutées afin d'apprécier pour chaque quartile étudié l'ampleur des fluctuations autour de la moyenne.

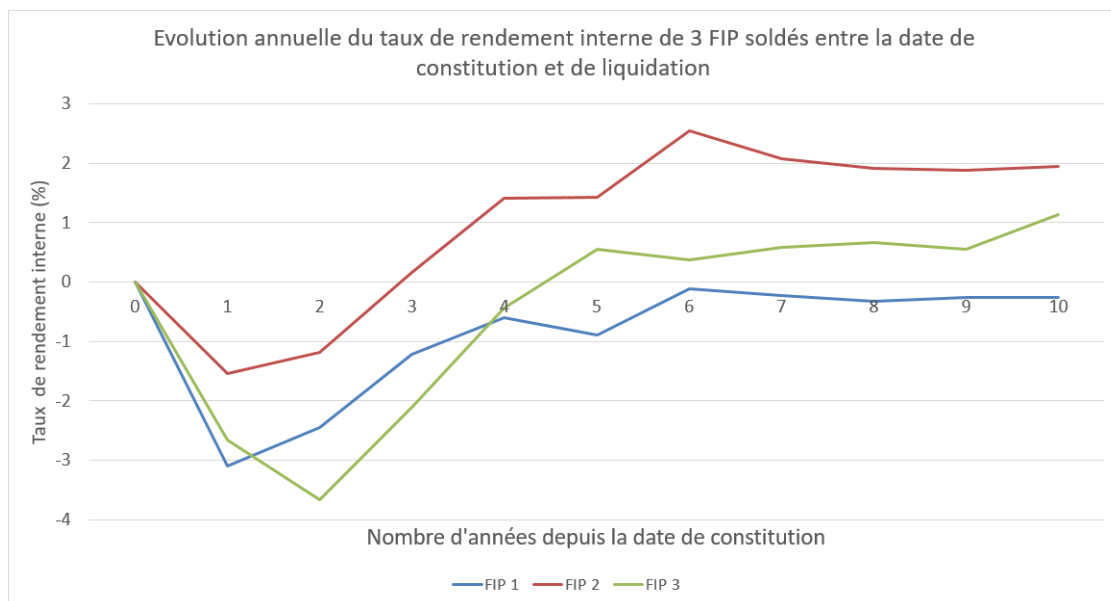


Afin de faciliter la bonne compréhension des métriques reportées sur le graphique ci-dessus, un exemple numérique est donné : pour les FIP soldés dont le [millésime](#) date de 2012, la [médiane](#) des taux de rendement internes à la liquidation (en bleu) de ces fonds s'élève à -1,9%, le premier quartile (en vert) à 0,5% et le troisième quartile (en orange) à -5%.

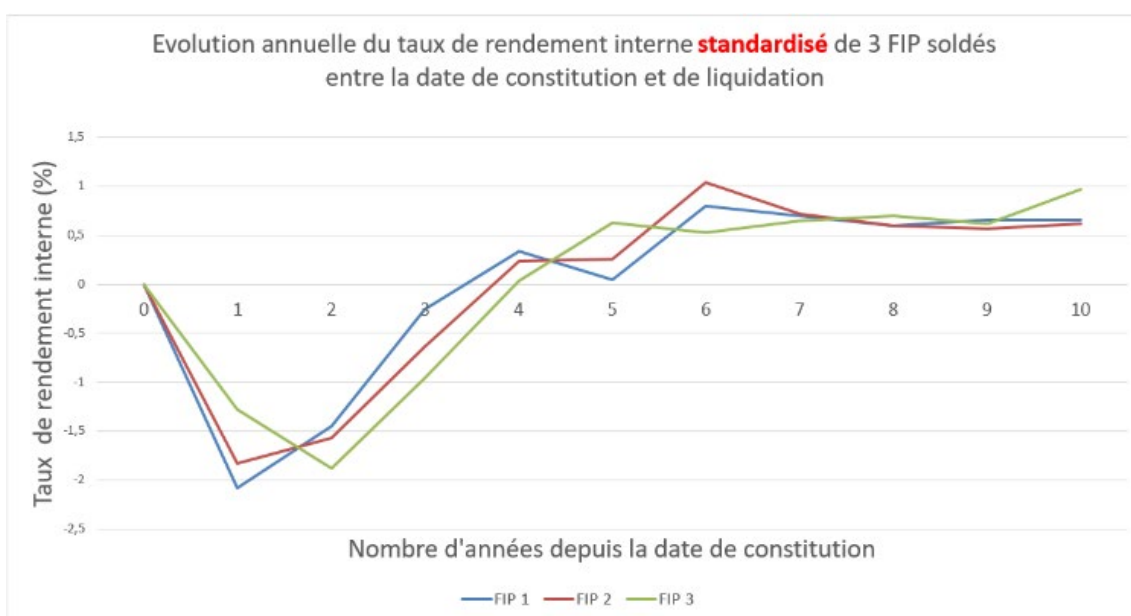
Des variations de valeurs sont observables entre millésimes ; toutefois, les taux de rendement demeurent systématiquement négatifs pour la médiane et le troisième quartile (à l'exception du groupe de millésimes « Avant 2006 » pour lequel la médiane est évaluée à 0,1%) et bas pour le premier quartile, le maximum atteignant 2,1% pour les millésimes antérieurs à 2006.

Evolution de la performance entre la date de constitution et la date de liquidation

L'évolution annuelle des [taux de rendement](#) d'un fonds entre sa date de constitution et de liquidation par fonds a été recueillie auprès des gérants. L'examen des profils annuels de taux de rendement des [FIP soldés](#) a conduit à relever des profils particulièrement hétérogènes complexifiant la comparaison des profils. A titre d'exemple, trois profils annuels de rendements de FIP soldés distincts ont été tracés dans les graphiques ci-dessous. Sur cet exemple, les profils de rendement semblent suivre une tendance comparable mais se positionnent sur des niveaux hétérogènes.



Afin de rapporter les profils annuels de rendement sur une échelle de grandeurs comparables et de pouvoir identifier des tendances, les profils de rendement ont été statistiquement harmonisés en substituant à chaque profil individuel de rendement son rendement moyen et en divisant le résultat de la soustraction par son écart-type. Ce retraitement statistique est illustré sur les profils de rendements de l'exemple précédent ; la forme des profils, ci-dessous, reste conservée et les taux de rendement standardisés varient désormais dans une zone de valeurs comparables.



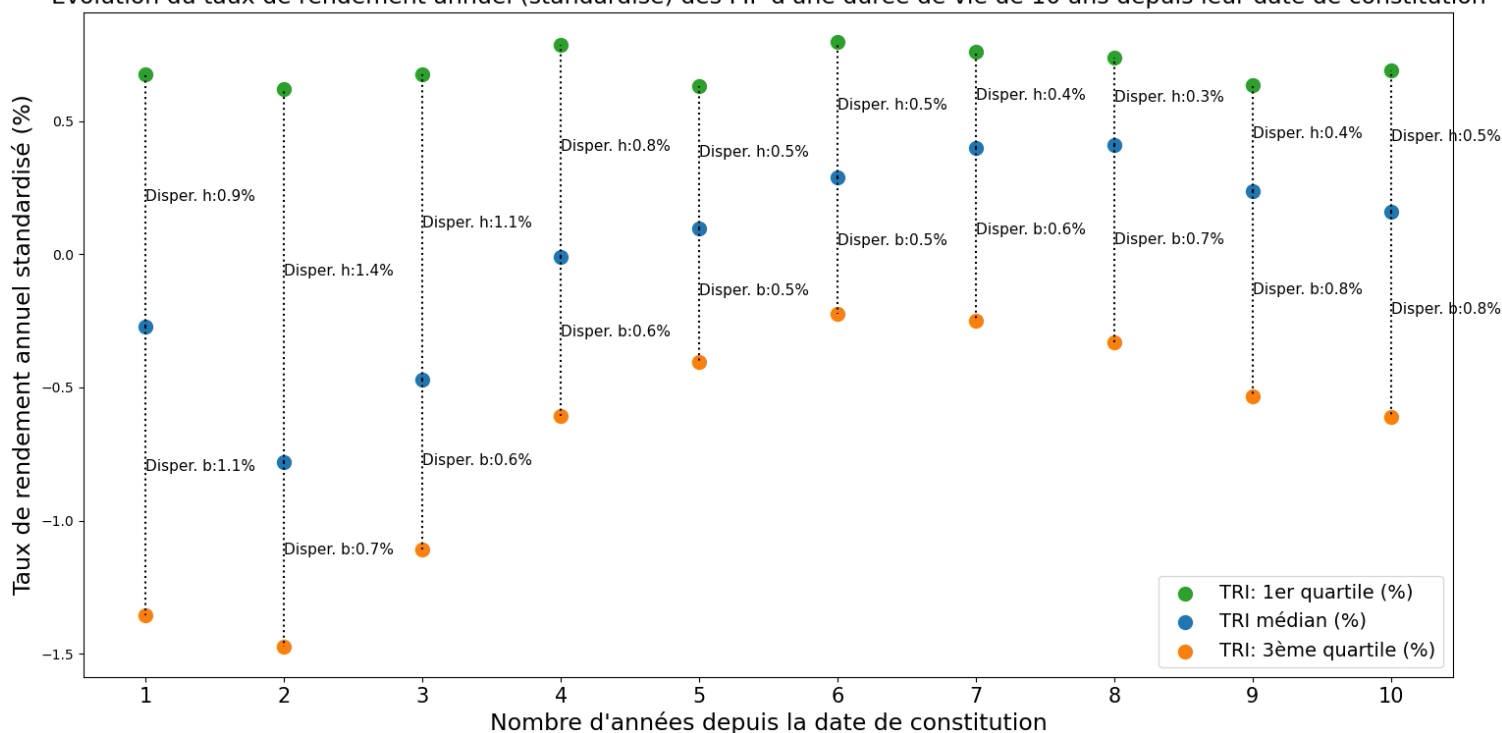
Par ailleurs, comme cela a été évoqué dans la [section 3.1](#) précédente sur la durée de vie des fonds, les FIP soldés ont une durée de vie médiane de 10 ans. L'évolution du taux de rendement annuel a dès lors été étudiée sur un historique de 10 ans entre la date de constitution et la date de liquidation sur le périmètre des FIP liquidés au bout de 10 ans, et ce indépendamment de leur date de constitution.

A chaque année depuis la date de constitution, le [premier quartile](#) (vert), la [médiane](#) (bleu) et le [troisième quartile](#) (orange) du [taux de rendement interne](#) standardisé et classé par ordre décroissant ont été évalués puis représentés dans le graphique ci-après. En complément, la dispersion supérieure et la

dispersion inférieure, notées ci-dessous « Disper.h » et « Disper.b », ont été rajoutées à chaque date et sont évaluées comme suit :

- La dispersion supérieure, notée « Disper.h », correspond à la différence entre le premier quartile et la médiane ;
- La dispersion inférieure, notée « Disper.b », correspond à la différence entre la médiane et le troisième quartile.

Evolution du taux de rendement annuel (standardisé) des FIP d'une durée de vie de 10 ans depuis leur date de constitution

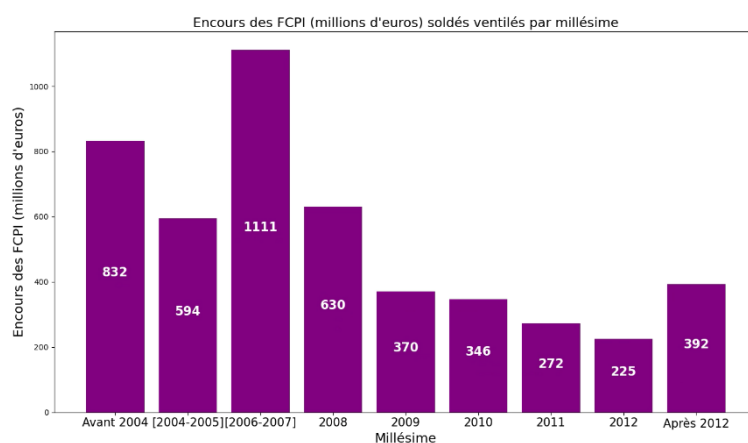
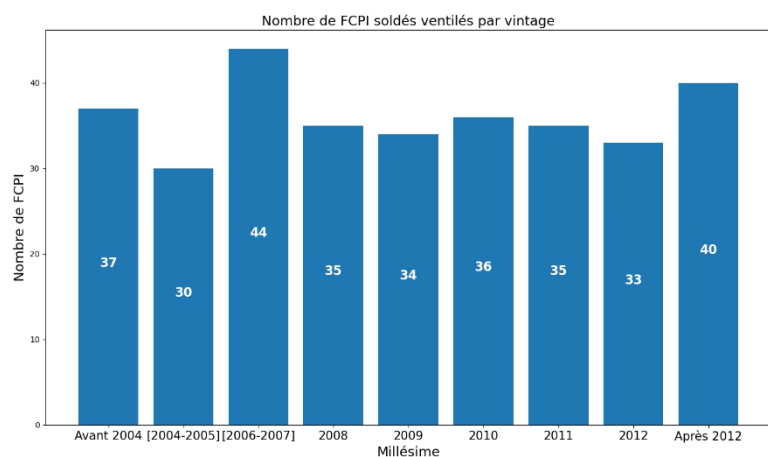


L'examen de l'évolution annuelle de la distribution du taux de rendement interne statistiquement standardisé permet d'identifier une tendance similaire pour le taux de rendement médian et le troisième quartile ; en effet, les rendements décroissent les deux premières années puis croissent jusqu'à la sixième année pour le premier quartile et septième année pour la médiane rappelant une courbure en « J » caractéristique des fonds de capital investissement. Puis, à partir de la sixième année pour le premier quartile et septième année pour la médiane, les taux de rendement s'infléchissent et déclinent jusqu'à la liquidation. Ce phénomène de retournement pourrait s'expliquer en partie par les difficultés de cessions d'actifs de fonds de capital investissement qui peuvent survenir à l'approche de la liquidation conduisant à des fins de vie prorogées et des réévaluations d'actifs à la baisse. Enfin, s'agissant du profil annuel du premier quartile, celui-ci est caractérisé par de fortes fluctuations ne permettant pas de conclure sur une tendance uniforme.

3.3. Etude de la performance des FCPI soldés

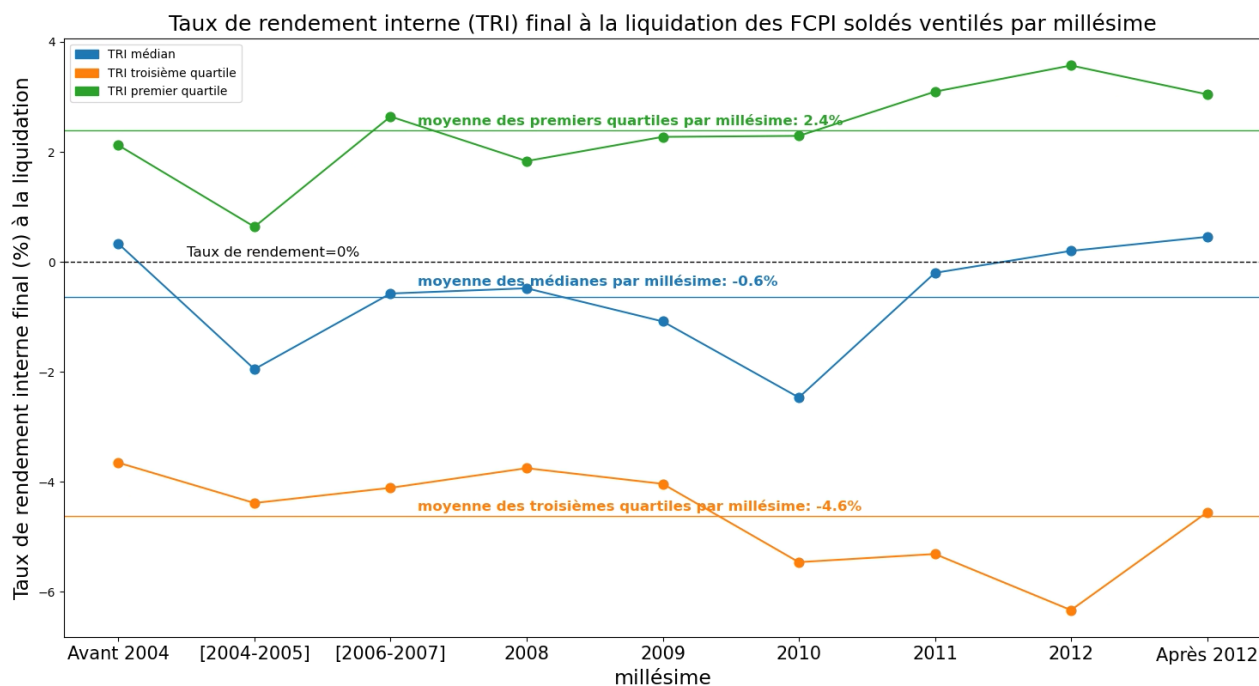
□ Ventilation du taux de rendement à la liquidation par millésime

324 [FCPI soldés](#) ont été recensés dans la collecte de données réalisée auprès des gérants de fonds d'actifs financiers non cotés. Ces fonds peuvent être classés, en nombre et en encours, par millésime qui correspond à l'année de premier investissement du fonds :



En nombre, les groupes de [millésimes](#) sont également répartis. S'agissant de la répartition en encours, la concentration est prépondérante pour les millésimes antérieurs à 2009.

Pour chaque groupe de millésimes, les trois [quartiles](#) de la distribution du taux de rendement interne ([TRI](#)) à la liquidation ont été déterminés puis représentés graphiquement ci-après. De plus, les moyennes des premiers quartiles, médianes et troisièmes quartiles sur l'ensemble des groupes de millésimes ont été superposés afin d'apprécier pour chaque quartile étudié l'ampleur des fluctuations autour de la moyenne.



Afin de faciliter la bonne compréhension des métriques reportées sur le graphique ci-dessus, un exemple numérique est détaillé : pour les FCPI soldés lancés en 2012, la [médiane](#) des taux de rendement internes à la liquidation (en bleu) de ces fonds s'élève à 0,2%, le [premier quartile](#) (en vert) à 3,6% et le [troisième quartile](#) (en orange) à -6,3%.

Comparativement aux mêmes indicateurs déterminés précédemment sur les [FIP](#) soldés, les performances des FCPI soldés se situent à des niveaux supérieurs, avec des variations de valeurs observables entre [millésimes](#). Toutefois, les taux de rendement demeurent majoritairement négatifs pour la médiane et systématiquement négatifs pour le troisième quartile. Concernant les performances supérieures (premier quartile), celles-ci restent contenues avec un maximum atteignant 3,6% pour les FCPI lancés en 2012.

□ Evolution de la performance entre la date de constitution et la date de liquidation

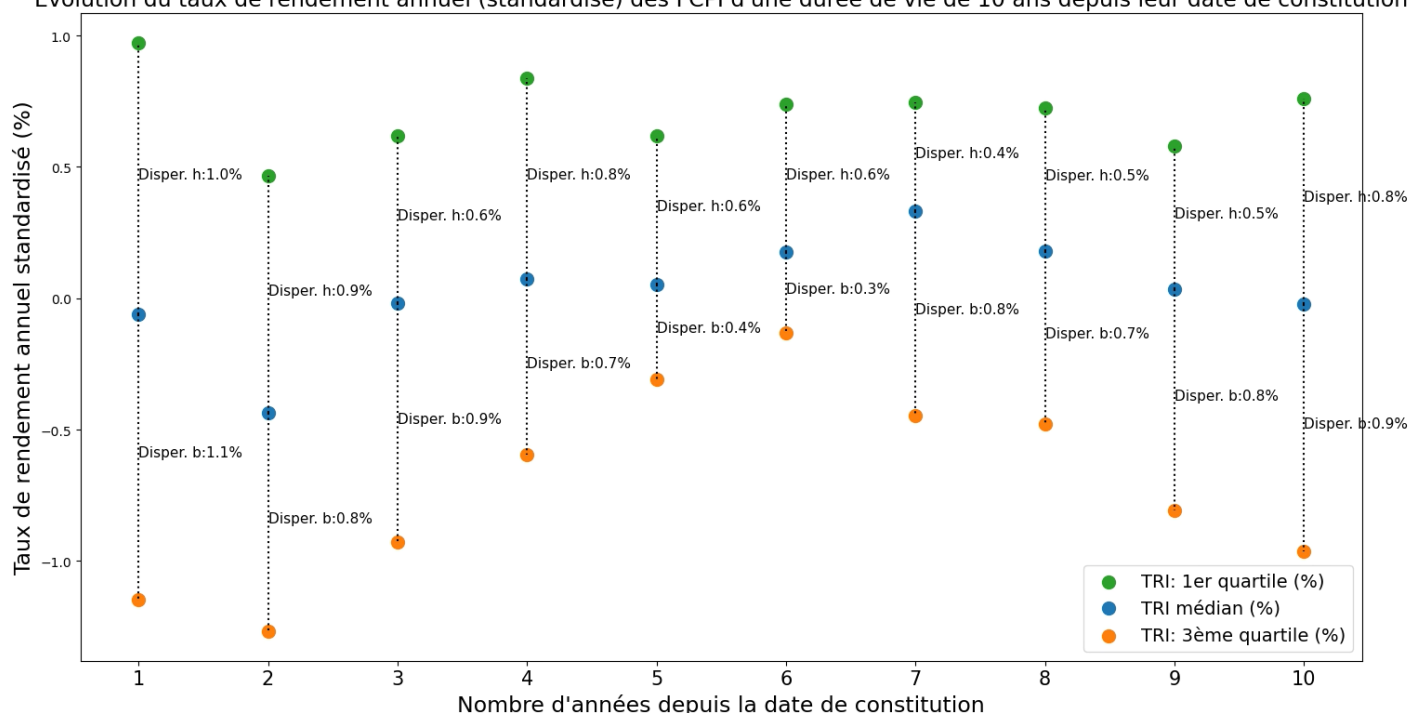
L'évolution annuelle des [taux de rendement](#) des [FCPI soldés](#) a été analysée, et, à l'instar des [FIP](#) soldés, des profils sensiblement hétérogènes sont ressortis complexifiant la comparaison des profils. Dès lors, afin de rapporter les profils annuels de rendement sur une échelle de grandeurs comparables permettant de dégager des tendances, les profils de rendement des FCPI soldés ont été de même statistiquement harmonisés en substituant à chaque profil de rendement son rendement moyen et en divisant le résultat de la soustraction par son écart-type. Cette opération statistique a été illustrée numériquement dans la section précédente [3.2](#) lors de l'analyse des profils de rendement des FIP soldés et permet de rendre les profils annuels des taux de rendement des FCPI comparables.

Par ailleurs, comme cela a été mentionné précédemment dans la [section 3.1](#) sur la durée de vie des fonds, les FCPI soldés ont une durée de vie médiane de 10 ans. L'évolution du taux de rendement a dès lors été étudiée sur un historique de 10 ans entre la date de constitution et la date de liquidation sur le périmètre des FCPI liquidés au bout de 10 ans, et ce, indépendamment de leur date de constitution.

A chaque année depuis la date de constitution, le [premier quartile](#) (vert), la [médiane](#) (bleu) et le [troisième quartile](#) (orange) [du taux de rendement interne](#) standardisé et classé par ordre décroissant ont été évalués puis représentés dans le graphique ci-après. En complément, la dispersion supérieure et la dispersion inférieure, notée ci-dessous « Disper.h » et « Disper.b », ont été rajoutées à chaque date et sont évaluées comme suit :

- La dispersion supérieure, notée « Disper.h », correspond à la différence entre le premier quartile et la médiane ;
- La dispersion inférieure, notée « Disper.b », correspond à la différence entre la médiane et le troisième quartile.

Evolution du taux de rendement annuel (standardisé) des FCPI d'une durée de vie de 10 ans depuis leur date de constitution

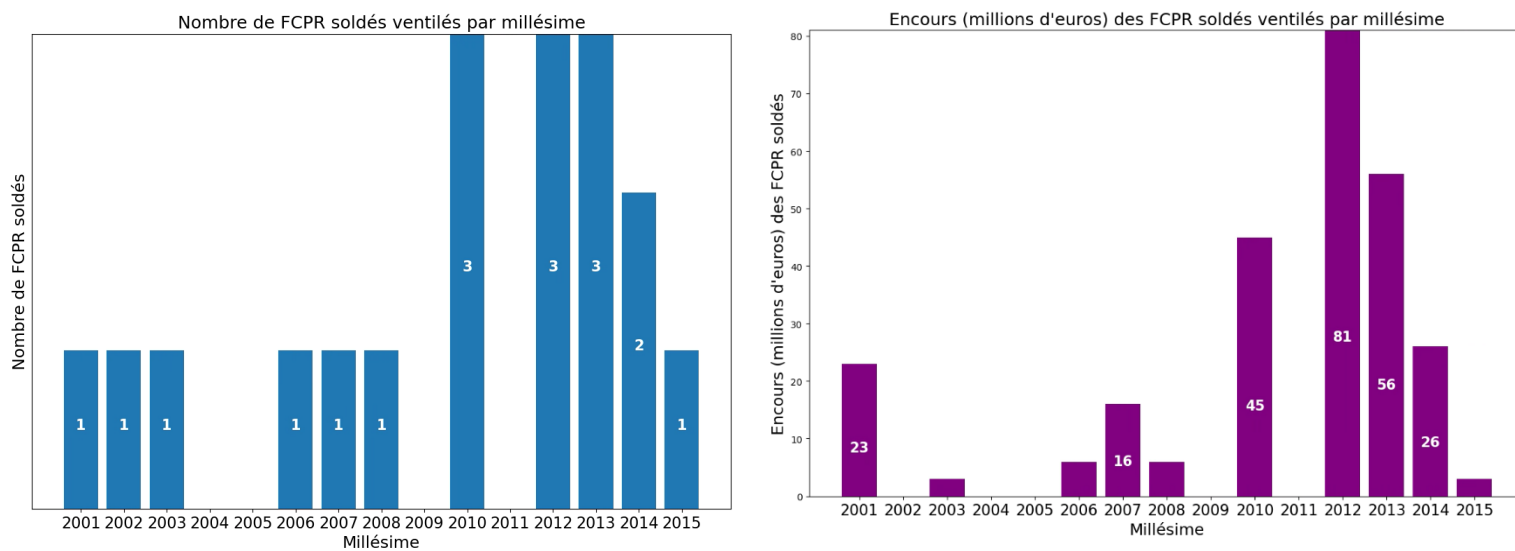


Un mouvement similaire à celui décrit pour les [FIP](#) soldés ressort pour l'évolution du troisième quartile et de la médiane. En effet, les rendements décroissent les deux premières années puis croissent tendanciellement jusqu'à la sixième année pour le [premier quartile](#) et septième année pour la [médiane](#) faisant écho à une courbure en « J » caractéristique des fonds de capital investissement ; puis à partir de la sixième année pour le premier quartile et septième année pour la médiane, les taux de rendement s'infléchissent et déclinent jusqu'à la liquidation. Ce phénomène de retournement pourrait s'expliquer en partie par les difficultés de cessions d'actifs des fonds de capital investissement qui peuvent survenir à l'approche de la liquidation conduisant à des fins de vie prorogées et des réévaluations d'actifs à la baisse. S'agissant du profil annuel du premier quartile, celui-ci présente de fortes fluctuations ne permettant pas de conclure sur une tendance uniforme.

3.4. Etude de la performance des FCPR Non-Evergreen soldés

□ Ventilation du taux de rendement à la liquidation par millésime

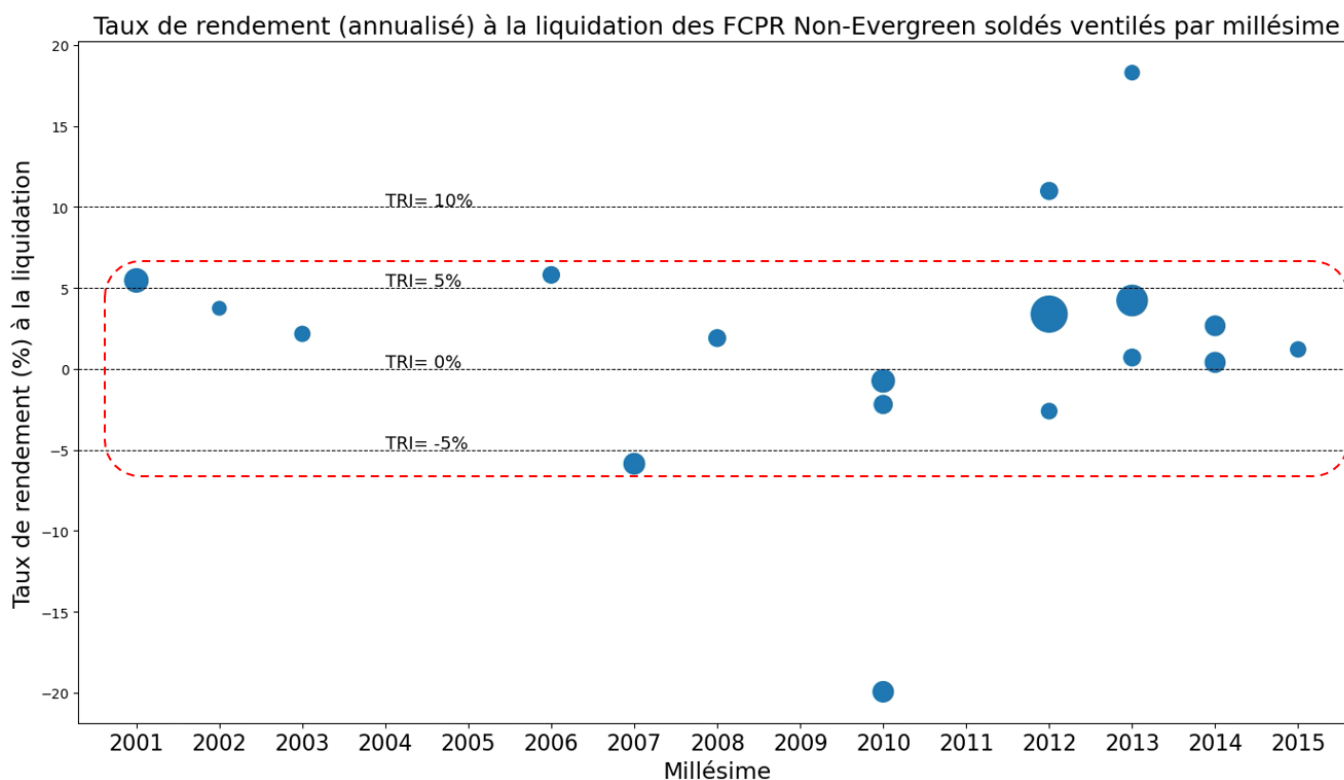
Par rapport aux [FIP](#) et [FCPI](#) soldés, l'échantillon sur les [FCPR](#) fermés [soldés](#), plus restreint, ne comporte que 18 fonds dont la répartition par [millésime](#), en nombre et en encours, est représentée ci-après :



Les FCPR fermés (Non-Evergreen) ont principalement été lancés, à la fois en nombre et en encours, à partir de 2010. En outre, les modalités de souscriptions du capital de ces FCPR reposaient exclusivement sur des [appels de fonds uniques](#).

Par ailleurs, cet échantillon de FCPR Non-Evergreen soldés, qui comptabilise 18 fonds pour un total de 270 millions d'euros d'encours, apparaît comme limité au regard du périmètre des FCPR [vivants](#) à fin 2023 composé de 84 fonds totalisant 3469 millions d'euros d'encours. Par conséquent, les performances de cet échantillon réduit de FCPR soldés ne peuvent être considérées comme représentatives du stock de FCPR Non-Evergreen vivants.

Le graphique ci-après représente le [taux de rendement](#) à la liquidation des FCPR fermés soldés par millésime. Chaque bulle correspond au rendement terminal d'un FCPR dont la taille est proportionnelle à l'encours du fonds correspondant à la somme des capitaux engagés du fonds. Bien qu'hétérogènes, les performances à la liquidation sont majoritairement comprises dans un intervalle de valeurs comprises entre -6% et 6% (encadré en rouge ci-dessous). En outre, deux fonds se démarquent par une performance finale à la liquidation excédant 10% et un FCPR affiche une performance finale dégradée de -20%.



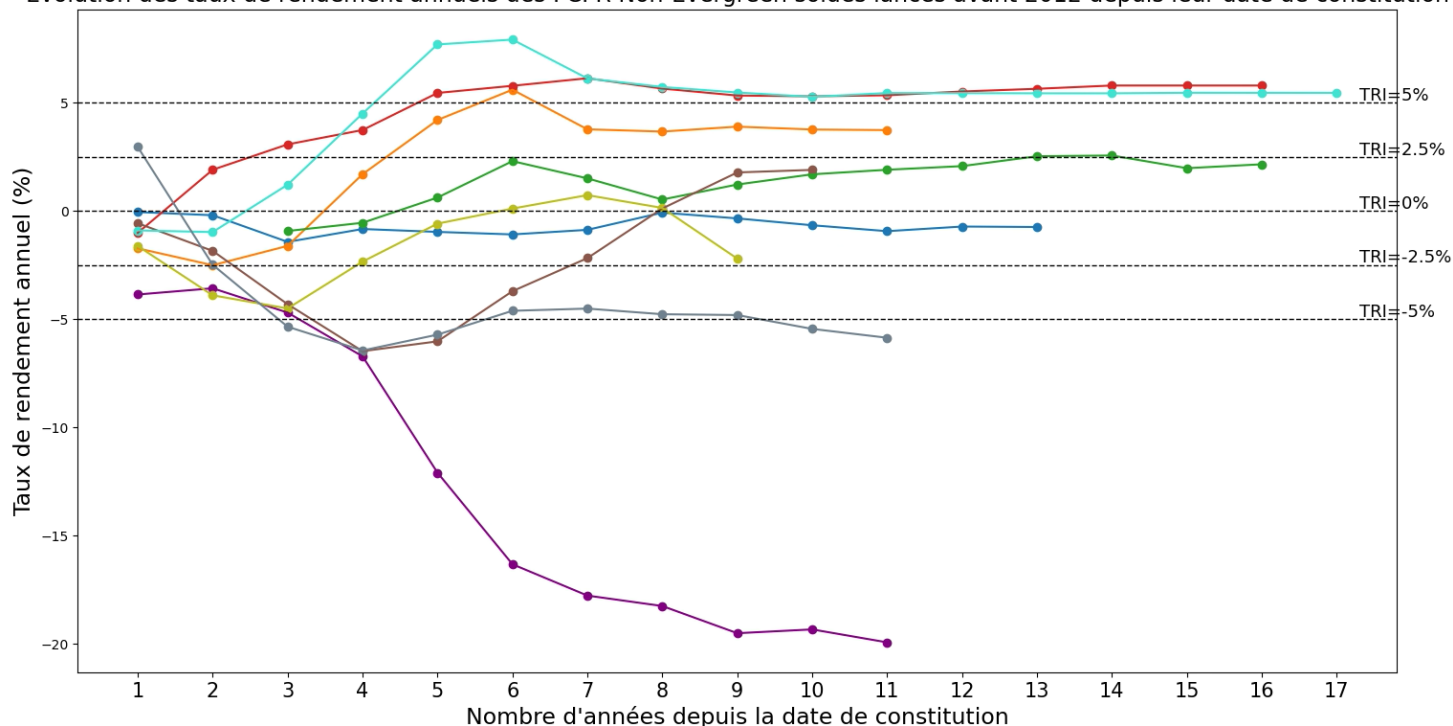
□ Evolution de la performance entre la date de constitution et la date de liquidation

L'évolution annuelle des [taux de rendement](#) des [FCPR](#) Non-Evergreen soldés a été analysée. Contrairement aux [FIP](#) et [FCPI](#) soldés, l'échantillon des FCPR soldés, constitué de 18 fonds, est restreint. L'évolution annuelle des taux de rendement des FCPR Non-Evergreen soldés entre leur date de constitution et de liquidation a ainsi pu être représentée graphiquement pour chacun des fonds. Pour des raisons de visualisation graphique, deux graphiques ont été tracés pour dissocier les FCPR fermés lancés avant 2012 et après 2012.

→ **FCPR soldés lancés avant 2012**

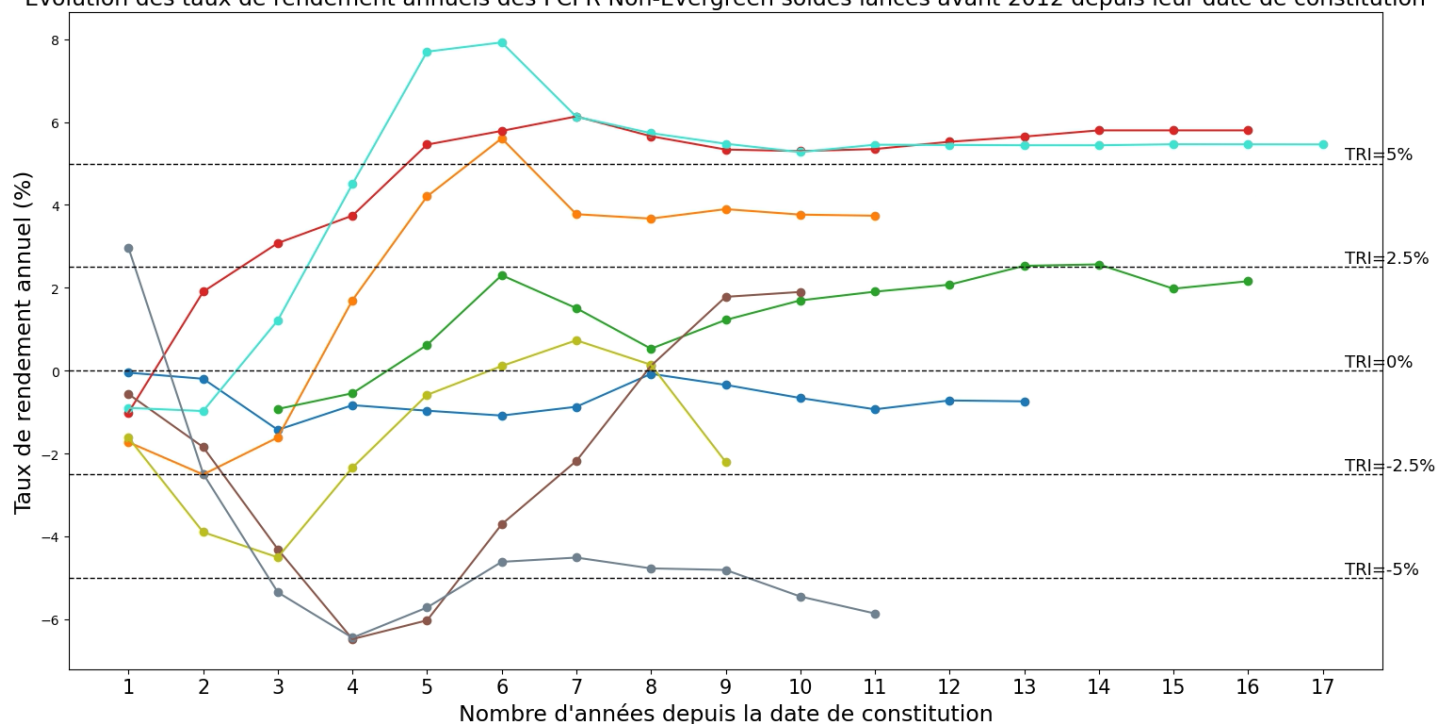
L'évolution du [taux de rendement](#) annuel entre la date de constitution et de liquidation des [FCPR](#) Non-Evergreen [soldés](#) lancés avant 2012 est représentée pour chaque FCPR soldé dans le graphique ci-dessous. Chaque couleur correspond au profil du taux de rendement annuel d'un FCPR soldé. En tout, neuf FCPR soldés ont été lancés avant 2012.

Evolution des taux de rendement annuels des FCPR Non-Evergreen soldés lancés avant 2012 depuis leur date de constitution



Les profils sont caractérisés par une importante disparité. En première lecture, un FCPR d'une durée de vie de onze ans se démarque des autres fonds par un profil de rendement décroissant ; celui-ci achève son cycle de vie avec une performance à la liquidation de -20%. Ce profil atypique de rendement a été retiré dans le graphique ci-après pour recentrer ci-dessous la visualisation sur le cœur de la distribution

Evolution des taux de rendement annuels des FCPR Non-Evergreen soldés lancés avant 2012 depuis leur date de constitution



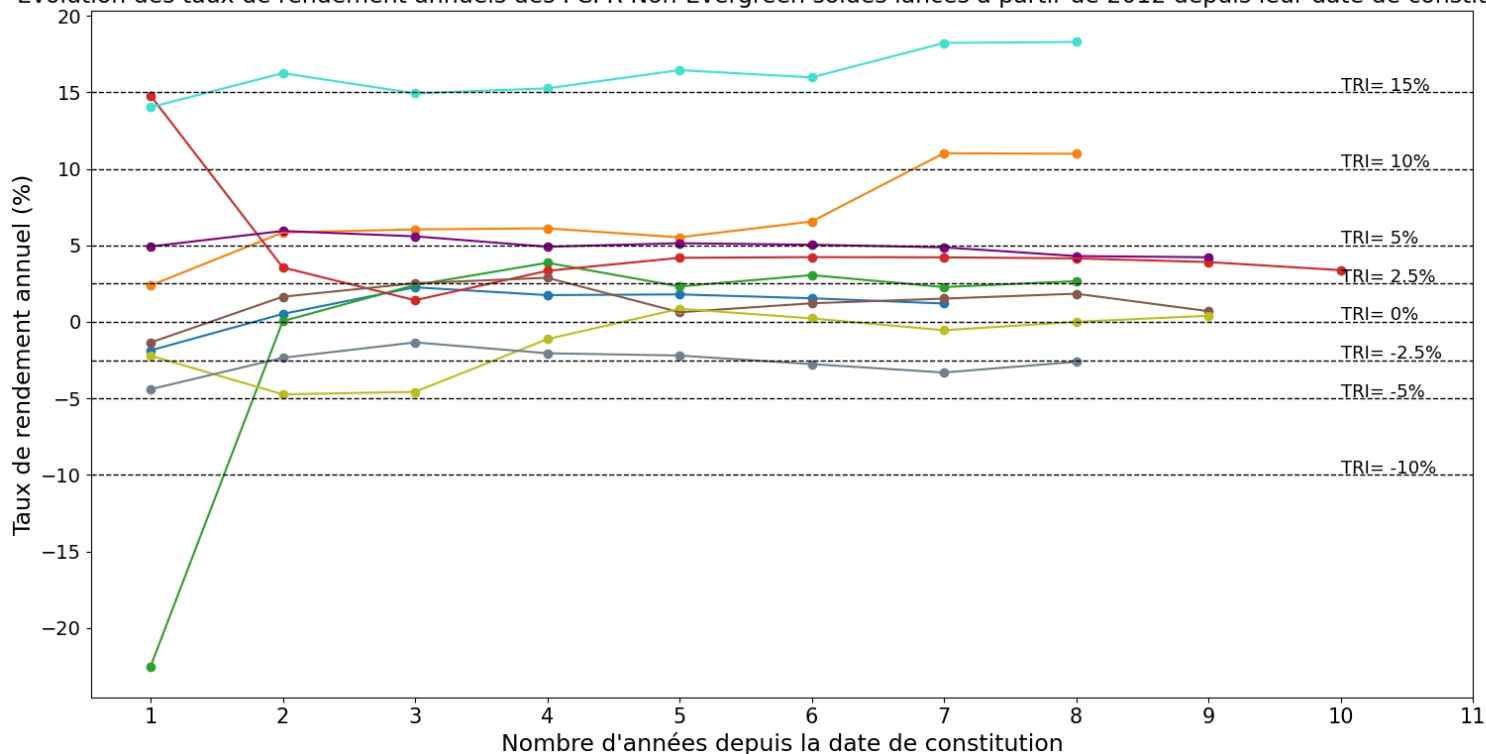
Ce recentrage graphique accentue la disparité des profils, des performances cibles ainsi des durées de vie. A titre d'exemple :

- Deux fonds, tracés en **turquoise** et **orange**, de durée de vie respective de 17 ans et 11 ans, suivent un chemin similaire avec l'émergence, dans un premier temps, d'un cycle traditionnel en forme de « J » les six premières années après la date de constitution ; puis, dans un second temps, la performance décline à partir de la sixième année avant de se stabiliser jusqu'à la liquidation ;
- Un FCPR d'une durée de vie de dix ans, tracé en **marron**, ressort avec un profil de performance en forme de « V » ; les quatre premières années, la performance décroît quasi-linéairement jusqu'à environ -6,5% puis rebondit pour atteindre 2% à la liquidation ;
- La performance d'un FCPR d'une durée de vie de 13 ans, tracé en **bleu**, varie tout au long de son cycle de vie dans une zone de valeurs négatives avec une alternance de phases haussières et baissières. Le taux de rendement à la liquidation s'élève à -0,8%.

→ **FCPR soldés lancés à partir de 2012**

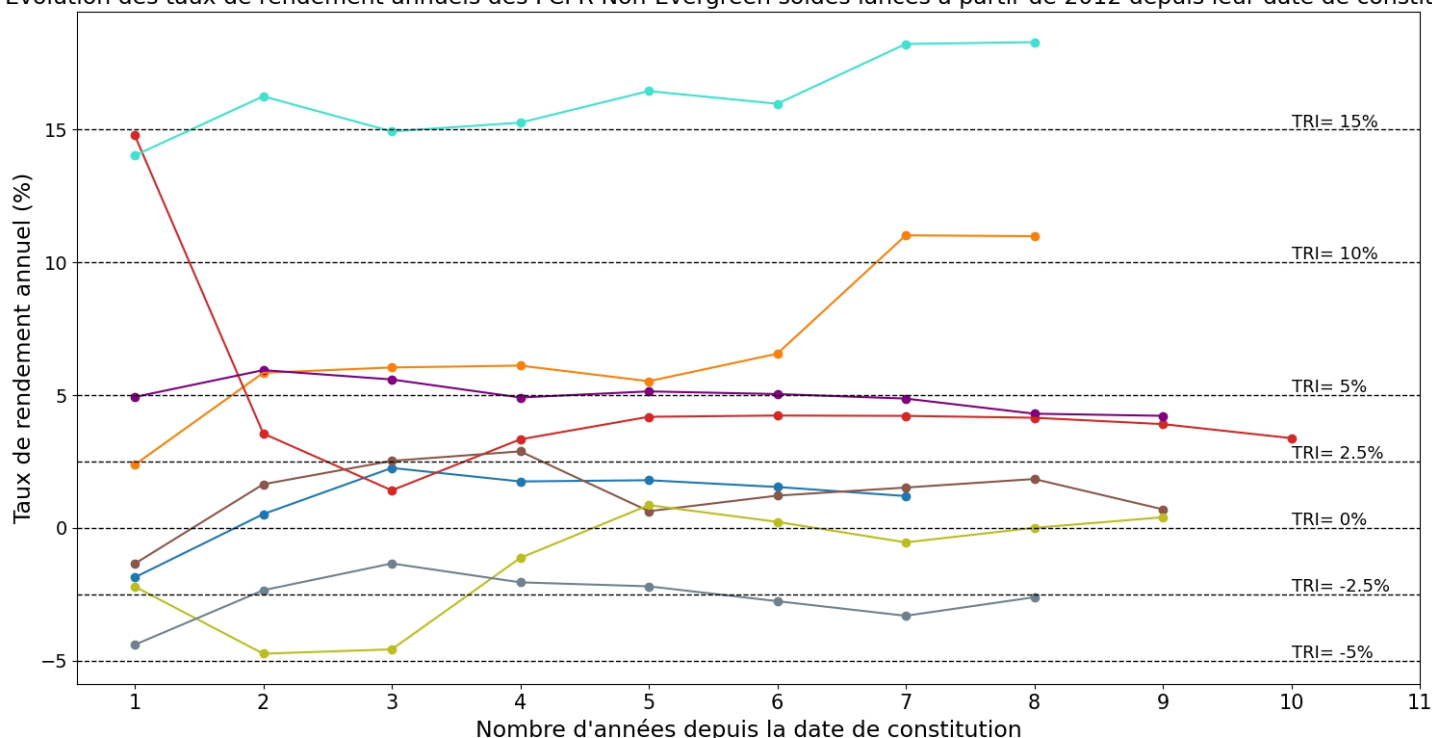
L'évolution du [taux de rendement](#) annuel entre la date de constitution et de liquidation des [FCPR](#) Non-Evergreen [soldés](#) lancés à partir de 2012 est représentée pour chaque FCPR soldé dans le graphique ci-dessous. Chaque couleur correspond au profil du taux de rendement annuel d'un FCPR soldé. En tout, neuf FCPR soldés ont été lancés à partir de 2012.

Evolution des taux de rendement annuels des FCPR Non-Evergreen soldés lancés à partir de 2012 depuis leur date de constitution



Pour les FCPR lancés à partir de 2012, les profils se révèlent de même hétérogènes. Un FCPR d'une durée de vie de 8 ans, en vert, se distingue par un taux de rendement interne la première année de -23%. Cette valeur abaissée résulte d'une valorisation baissière des participations en portefeuille la première année conjuguée à des frais substantiels en début de vie du fonds. Puis les performances augmentent jusqu'à la quatrième année atteignant 3,9% avant de décliner pour conclure à 2,7% à la liquidation. Le graphique a ensuite été tracé à nouveau ci-après en excluant ce FCPR afin de recentrer la visualisation sur les profils restants qui oscillent dans une zone de valeurs comprises entre -5% et 20% :

Evolution des taux de rendement annuels des FCPR Non-Evergreen soldés lancés à partir de 2012 depuis leur date de constitution



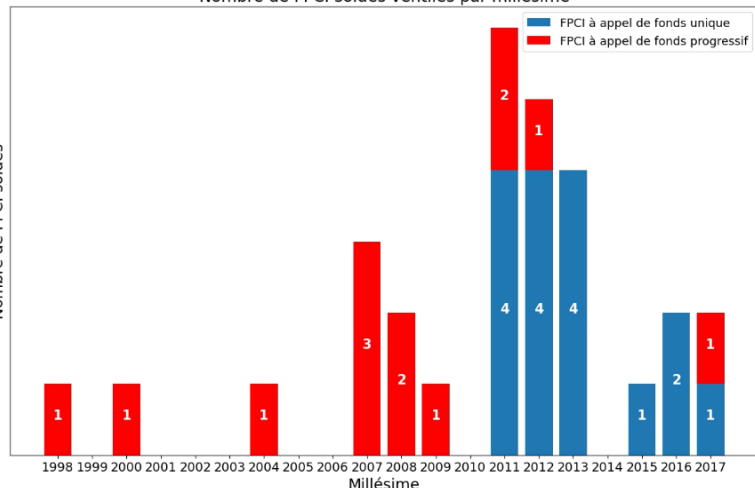
Avec ce reentrage, la disparité des profils est visuellement accentuée. Pour certains profils, un maximum est atteint entre la troisième et cinquième année suivi d'une alternance de variations baissières et haussières jusqu'à la liquidation. Toutefois, malgré cette hétérogénéité apparente des profils, les taux de rendement à la liquidation se situent en deçà de 5% à l'exception de deux FCPR, en **orange** et **turquoise**, qui enregistrent des rendements terminaux respectifs de 11% et 18%.

3.5. Etude de la performance des FPCI soldés

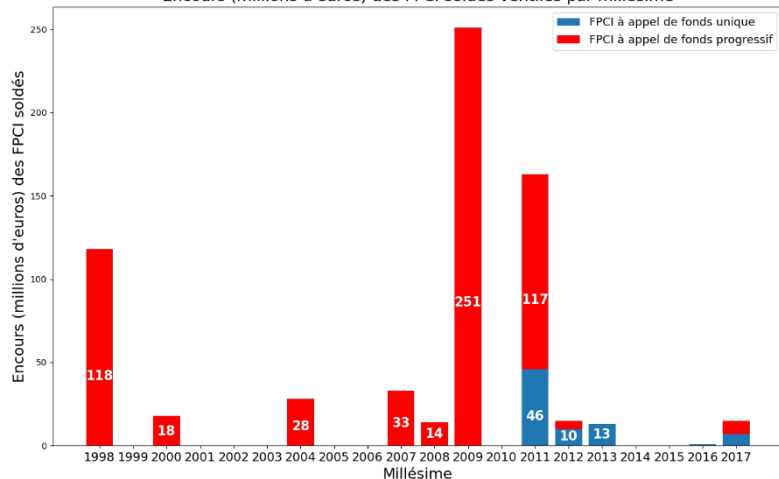
□ Ventilation du taux de rendement à la liquidation par millésime

Par rapport aux [FIP](#) et [FCPI](#) soldés, l'échantillon sur les [FPCI](#) fermés [soldés](#), plus restreint, ne comporte que 30 fonds dont la répartition par [millésime](#), en nombre et en encours, est représentée ci-après :

Nombre de FPCI soldés ventilés par millésime



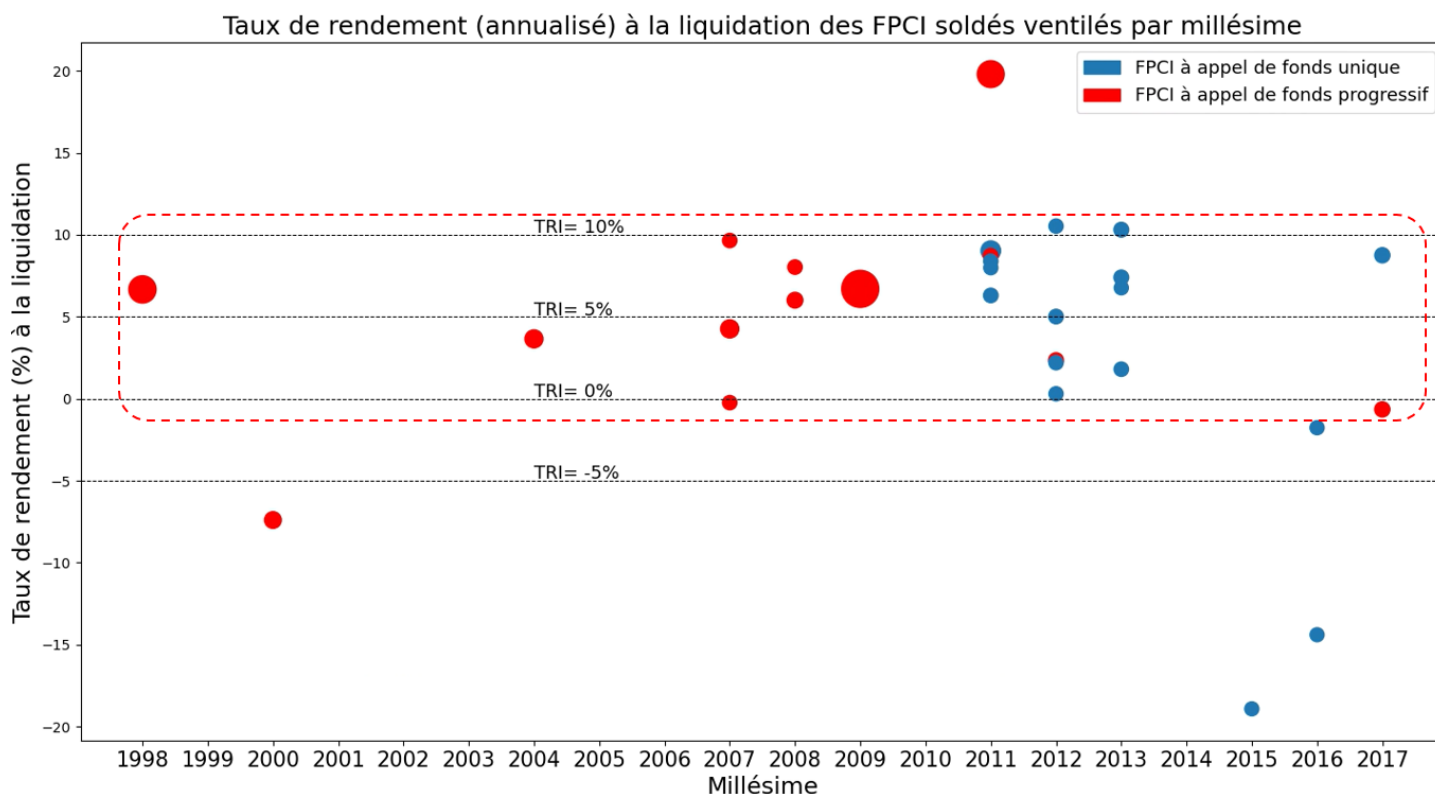
Encours (millions d'euros) des FPCI soldés ventilés par millésime



Les FPCI lancés avant 2009 ont été exclusivement structurés en [appel progressif de capital](#). Puis, les FPCI constitués à partir de 2011 fonctionnaient majoritairement en [appel de fonds unique](#) avec des encours toutefois résiduels par rapport aux FPCI en libération progressive du capital.

Par ailleurs, à l'instar des [FCPR](#) fermés soldés, l'échantillon de [FPCI soldés](#), qui englobe 30 fonds pour un total de 677 millions d'euros d'encours, apparaît comme limité au regard du périmètre des FPCI [vivants](#) à fin 2023 composé de 140 fonds comptabilisant 6589 millions d'euros d'encours. De même que pour les FCPR, les performances de cet échantillon réduit de FPCI soldés ne peuvent être considérées comme représentatives du stock de FPCI vivants.

S'agissant du niveau des rendements à la liquidation, le graphique ci-dessous représente le [taux de rendement](#) des FPCI soldés par [millésime](#). Chaque bulle correspond à un FPCI soldé dont la taille est proportionnelle à l'encours du fonds correspondant à la somme des capitaux engagés du fonds. Bien qu'hétérogènes, les performances à la liquidation sont majoritairement comprises dans un intervalle de valeurs (encadré en rouge ci-dessous) comprises entre -0,2% et 10,5%. En outre, un FPCI à appel progressif de capital se démarque par une performance finale atypique à la liquidation de l'ordre de 20% et trois FPCI affichent des performances finales dégradées inférieures à -5%.



Remarque : un FPCI a clôturé son cycle de vie par une performance de -100% suite à la liquidation judiciaire de l'unique position détenue par ce fonds. Ce FPCI n'a pas été inclus dans le graphique ci-dessus afin d'en améliorer la lisibilité.

4. Niveau des frais des fonds d'actifs financiers non cotés à destination de particuliers

4.1. Typologie des frais et indicateurs statistiques utilisés

Dans le cadre de la collecte de données réalisée auprès des gérants de fonds investis en actifs financiers non cotés, trois catégories de frais ont été comparées :

- **Frais récurrents** : il s'agit essentiellement des frais de gestion et administratifs prélevés sur l'année ;
- **Frais totaux** : ils correspondent aux frais réels supportés par le fonds comprenant les frais récurrents ainsi que les frais de fonctionnement non récurrents ;
- **Frais maximum** : ceux-ci correspondent aux taux de frais annuels maximum (TFAM) de la documentation légale des fonds.

Les niveaux de frais dans cette étude, exprimés en pourcentage du total des souscriptions, ne tiennent pas compte des frais propres à la distribution, hors rétrocessions issues des frais de gestion, tels ceux provenant des contrats d'assurance-vie lorsque les fonds sont commercialisés à une clientèle particulière en unités de compte. Par conséquent, les indicateurs chiffrés sur les montants de frais présentés dans cette section minorent les frais effectivement prélevés en pratique.

Par ailleurs, les montants de *carried interest*, qui correspondent à un pourcentage des plus-values du fonds revenant à des parts pouvant être souscrites par l'équipe de gestion, ont également été collectés. La somme des frais totaux annuels et des montants de *carried interest* donne ainsi le coût économique total du fonds.

Pour chaque catégorie juridique de fonds, quatre métriques synthétiques de la distribution des frais récurrents, totaux, maximum et de la distribution du coût économique total (frais totaux + montant de *carried interest*) ont été déterminés :

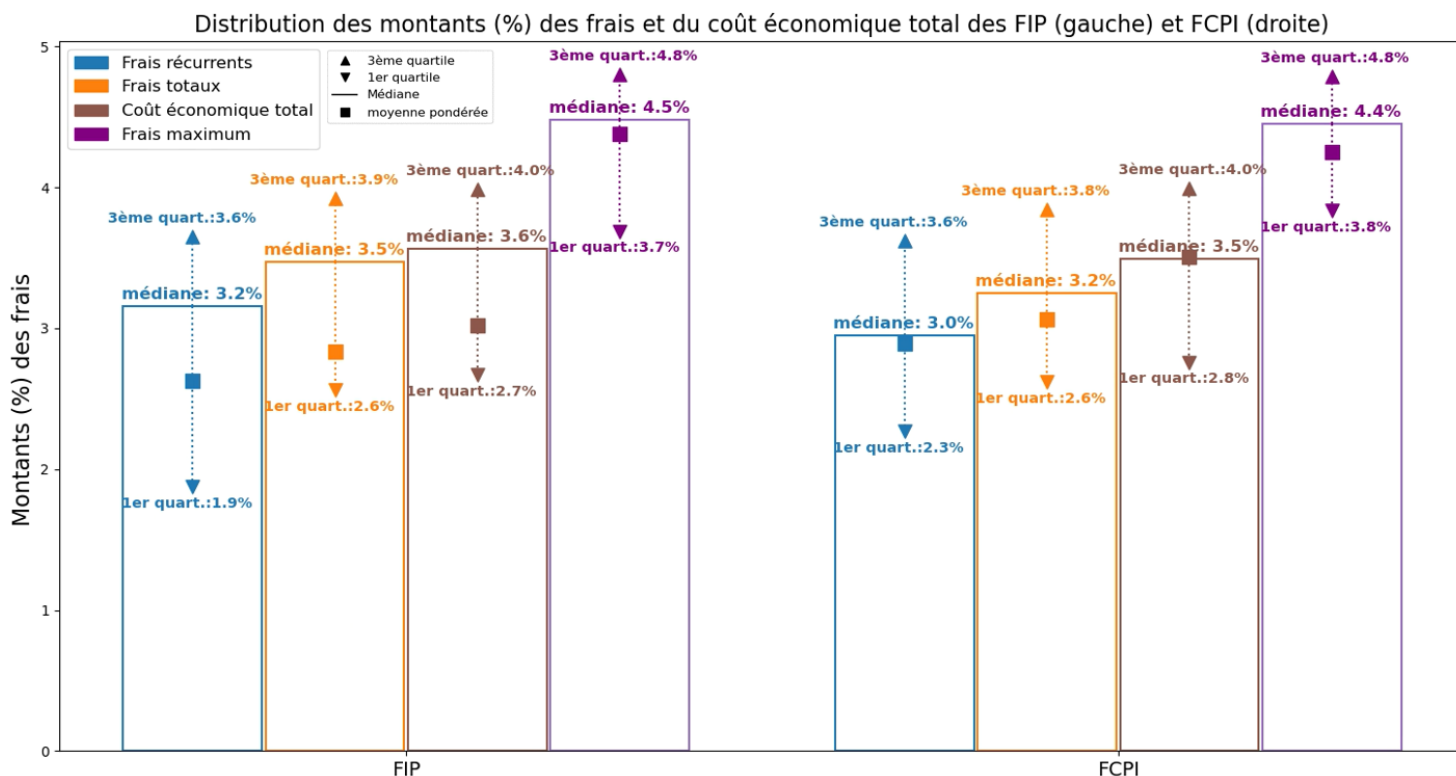
- **Troisième quartile** : 75% des fonds ont des frais d'un montant inférieur à cette valeur ;
- **Médiane** : la médiane correspond à la valeur qui sépare la distribution des frais en deux échantillons de taille égale ;
- **Premier quartile** : 25% des fonds ont des frais d'un montant inférieur à cette valeur ;
- **Moyenne pondérée** : il s'agit de la moyenne des frais pondérés par les encours des fonds.

Contrairement aux [taux de rendement](#) qui ont été recueillis dans cette collecte de données annuellement pour chaque fonds depuis la date de constitution, les montants de frais prélevés sur une année ont été uniquement demandés en 2023 pour les [fonds vivants](#) et lors du dernier exercice annuel précédant la liquidation pour les [fonds soldés](#).

Les frais prélevés au fonds sont modulables dans le temps et décroissent significativement lors de la phase de liquidation du fonds. Des montants nuls ou quasi-nuls ont notamment été fréquemment relevés l'année précédant la liquidation ou suite à la prorogation de la phase de liquidation du fonds. De plus, des gérants de nombreux fonds lancés en 2023 ont indiqué par défaut des montants de frais nuls dans la mesure où les fonds correspondants ne disposaient pas d'exercice complet à fin 2023. Dès lors, les fonds soldés ainsi que les fonds vivants lancés avant 2013 ou en 2023 ont été retirés de l'échantillon afin de supprimer tout biais dans les indicateurs statistiques venant minorer artificiellement les niveaux des frais.

4.2. Montants des frais des FIP et FCPI

Le graphique ci-après présente les quatre indicateurs statistiques, décrits précédemment dans la [section 5.1](#), de la distribution du coût économique total ([frais totaux](#) + montants de [carried interest](#)) et des frais récurrents, totaux et maximum des Fonds d'Investissement de Proximité (FIP) et des Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI) vivants au 31 décembre 2023 :

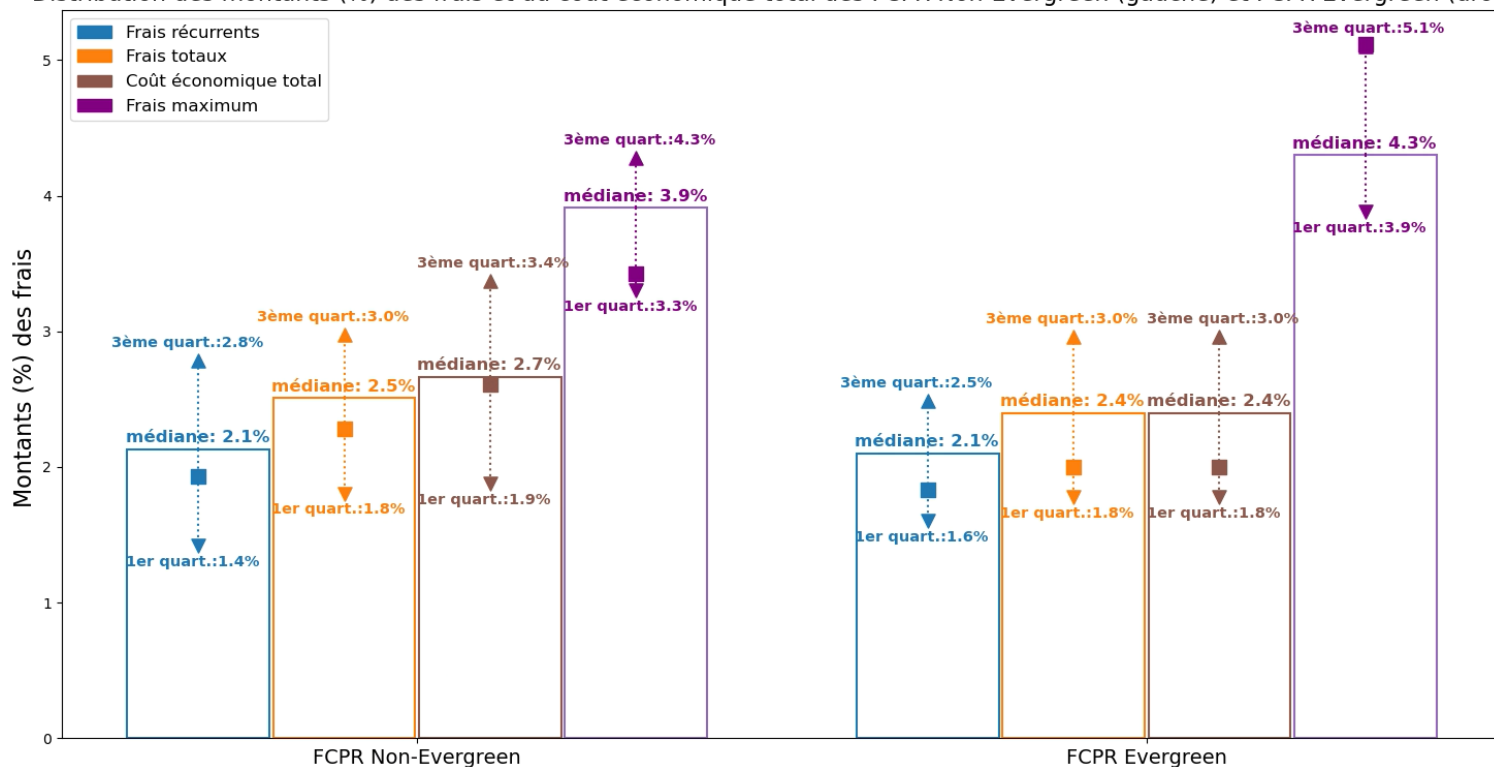


Le coût économique total (frais totaux + *carried interest*) est similaire pour les FIP et FCPI et présente une [médiane](#) de l'ordre de 3,5%, en-deçà de la médiane de 4,5% des frais maximums affichés dans les documentations légales des fonds. Comme cela sera exposé dans les sections ultérieures, les frais des FIP et FCPI sont globalement supérieurs aux frais des autres catégories juridiques de fonds. En outre, les moyennes pondérées des FIP ressortent à des niveaux sensiblement inférieurs aux médianes ce qui traduit un effet « taille » notable dans l'échantillon à savoir des frais tendanciellement plus bas en pourcentage de l'actif pour les fonds d'encours plus élevés.

4.3. Montant des frais des FCPR Non-Evergreen et Evergreen

Le graphique ci-après présente les quatre indicateurs statistiques, décrits précédemment dans la [section 5.1](#), de la distribution du coût économique total ([frais totaux](#) + montants de [carried interest](#)) et des frais récurrents, totaux et maximum des [FCPR Non-Evergreen](#) et Evergreen [vivants](#) au 31 décembre 2023 :

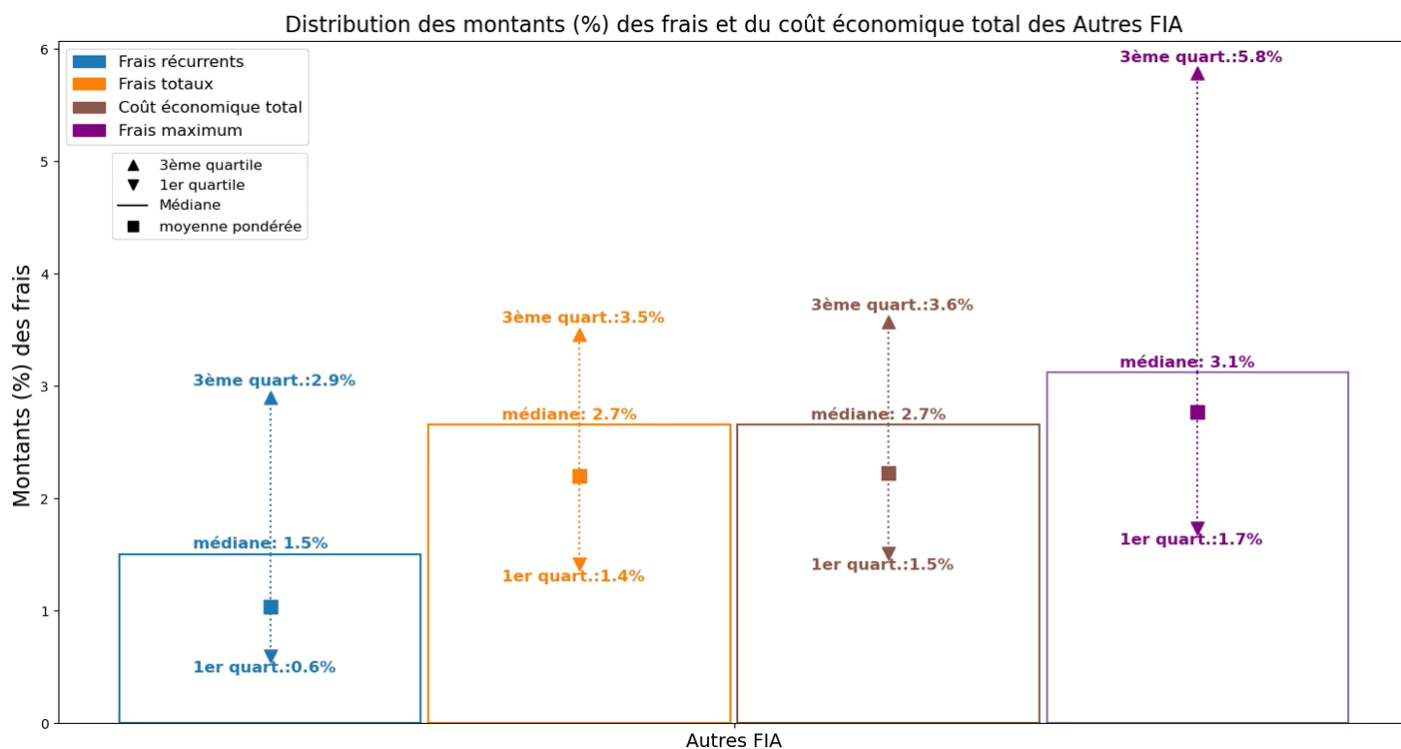
Distribution des montants (%) des frais et du coût économique total des FCPR Non-Evergreen (gauche) et FCPR Evergreen (droite)



Le coût économique total (frais totaux + montants de *carried interest*) des Evergreen et des Non-Evergreen est comparable avec des [médianes](#) respectives de 2,4% et 2,7% soit 1,9% de moins que les frais maximum affichés dans la documentation des FCPR Non-Evergreen (médiane à 4,3%) et 1,2% de moins pour les FCPR Evergreen (médiane à 3,9%). De plus, s'agissant des fonds Non-Evergreen, les moyennes pondérées des frais récurrents, totaux et du coût économique total ressortent en-deçà des médianes reflétant des frais en pourcentage inférieurs pour les fonds d'encours plus élevé.

4.4. Montant des frais des Autres FIA en assurance-vie

Le graphique ci-après présente les quatre indicateurs statistiques, décrits précédemment dans la [section 5.1](#), de la distribution du coût économique total (frais totaux + montants de *carried interest*) et des frais récurrents, totaux et maximum des [Autres FIA vivants](#) au 31 décembre 2023 qui sont commercialisés à des clients particuliers via des contrats d'assurance-vie.

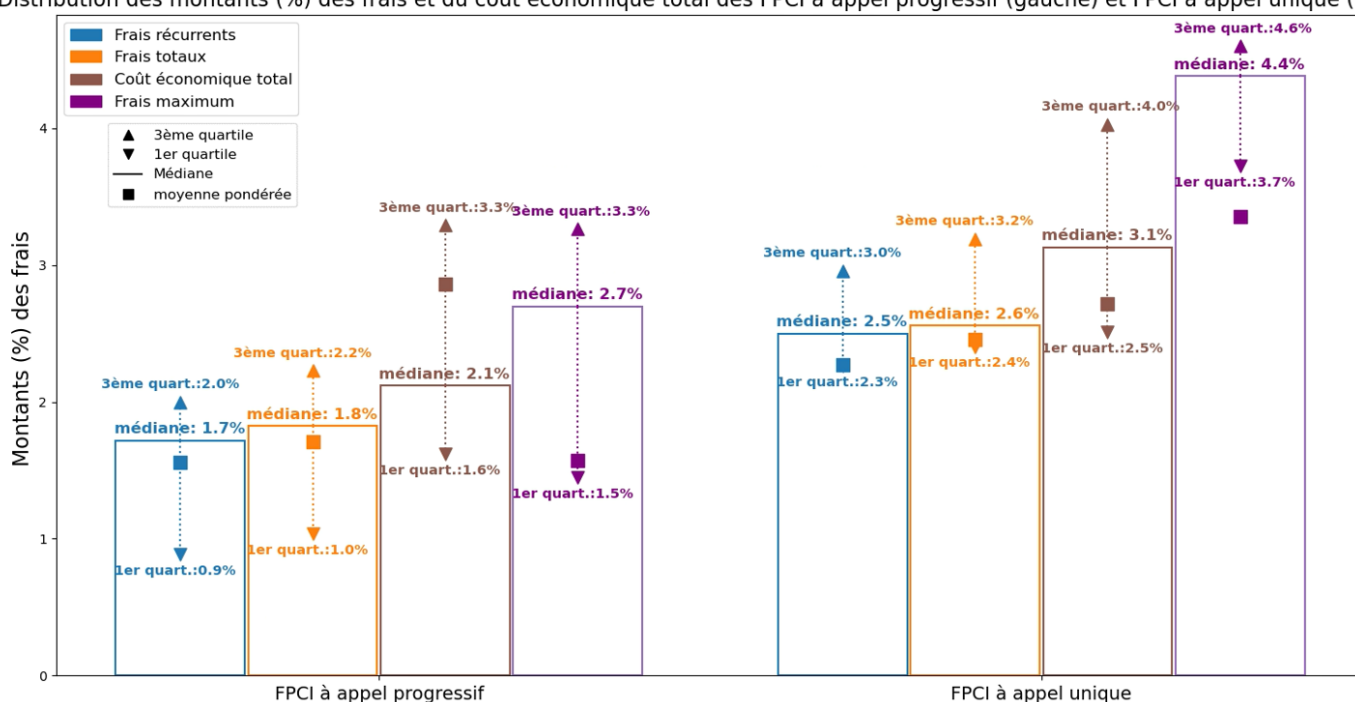


Avec une [médiane](#) située à 2,7%, le coût économique total (frais totaux + montants de *carried interest*) des Autres FIA en assurance-vie est similaire à celui des [FCPR](#). L'écart entre les frais récurrents et totaux apparaît néanmoins comme plus significatif ce qui se traduit sur certains fonds par un montant supérieur de frais non compris dans les frais de gestion récurrents. Par ailleurs, les frais *maxima* en médiane ainsi qu'en moyenne pondérée, ressortent en-dessous de ceux des FCPR Evergreen et présentent une dispersion plus marquée que sur les autres catégories juridiques reflétant vraisemblablement une uniformisation moindre des frais maximum sur cette catégorie juridique.

4.5. Montant des frais des FPCI accessibles à des clients non-professionnels avertis

Le graphique ci-après présente les quatre indicateurs statistiques, décrits précédemment dans la [section 5.1](#), de la distribution du coût économique total (frais totaux + montants de *carried interest*) et des frais récurrents, totaux et maximum des [FPCI vivants](#) au 31 décembre 2023. En outre, les frais des FPCI à [appel de fonds](#) unique et progressif ont été dissociés.

Distribution des montants (%) des frais et du coût économique total des FPCI à appel progressif (gauche) et FPCI à appel unique (droite)



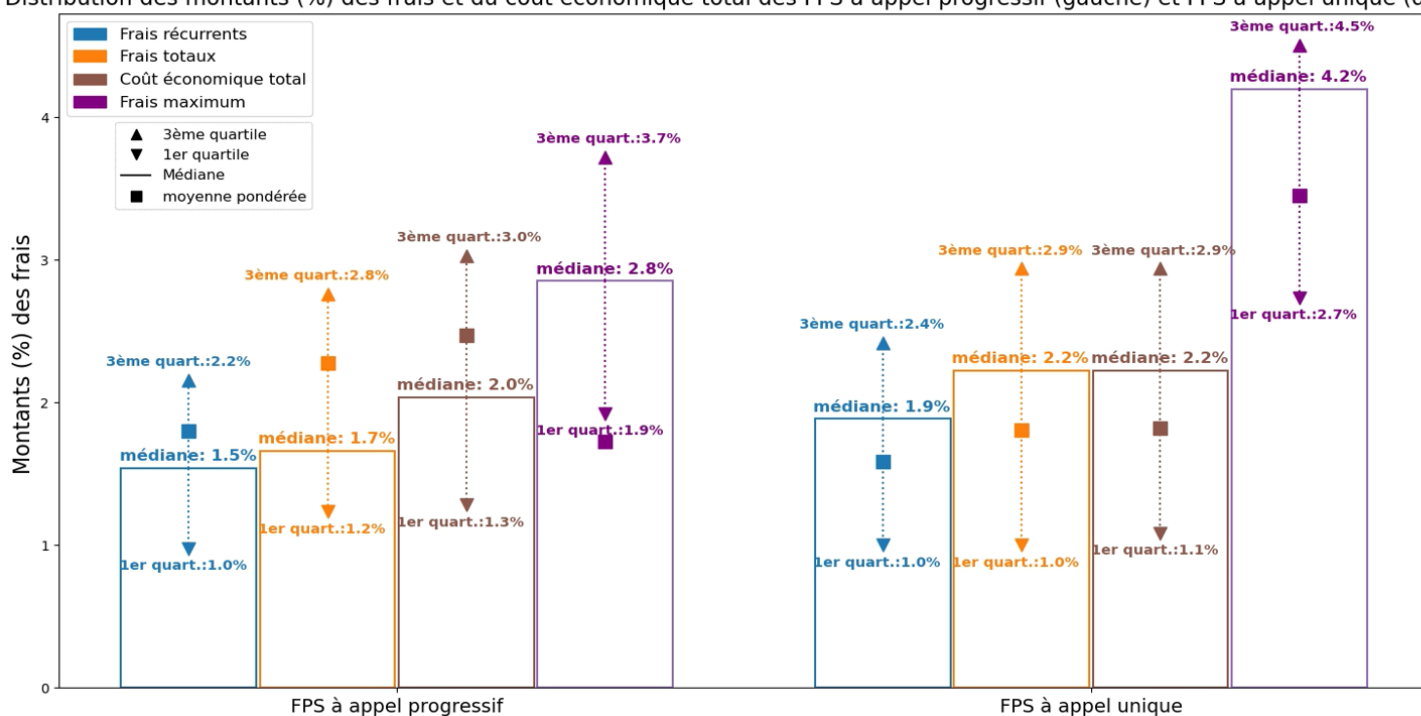
Le coût économique total annuel des FPCI à appel de capital progressif se positionne, avec un niveau [médian](#) de 2,1%, en dessous des autres catégories juridiques de fonds étudiées hormis celles des [FPS à appel de capitaux progressif](#) (section suivante). La catégorie des FPCI à appel unique de capital présente un coût économique médian plus élevé, à 3,1%, que celui des FPCI à appel progressif de capital (2,1%) et est plus proche, bien que toujours plus élevée, du coût économique médian des [FCPR](#) (2,4% pour les Non-Evergreen et 2,7% pour les Evergreen).

Par ailleurs, les frais *maxima* sur les FPCI à appel unique de capital sont également significativement plus élevés que ceux à appel progressif de capital et présentent une dispersion plus tassée. En outre, sur les FPCI à appel progressif de capital, si la moyenne pondérée des frais totaux est similaire à la médiane, la moyenne pondérée du coût économique total (frais totaux + *carried interest*) est, quant à elle, significativement supérieure à la médiane ce qui indique, tendanciellement, des montants de *carried interest* supérieurs pour les fonds d'encours élevés à frais totaux comparables.

4.6. Montant des frais des FPS accessibles à des clients non-professionnels avertis

Le graphique ci-après présente les quatre indicateurs statistiques, décrits précédemment dans la [section 5.1](#), de la distribution du coût économique total ([frais totaux](#) + montants de [carried interest](#)) et des frais récurrents, totaux et maximum des [FPS vivants](#) au 31 décembre 2023. En outre, les frais des FPS à [appel de fonds](#) unique et progressif ont été dissociés.

Distribution des montants (%) des frais et du coût économique total des FPS à appel progressif (gauche) et FPS à appel unique (droite)

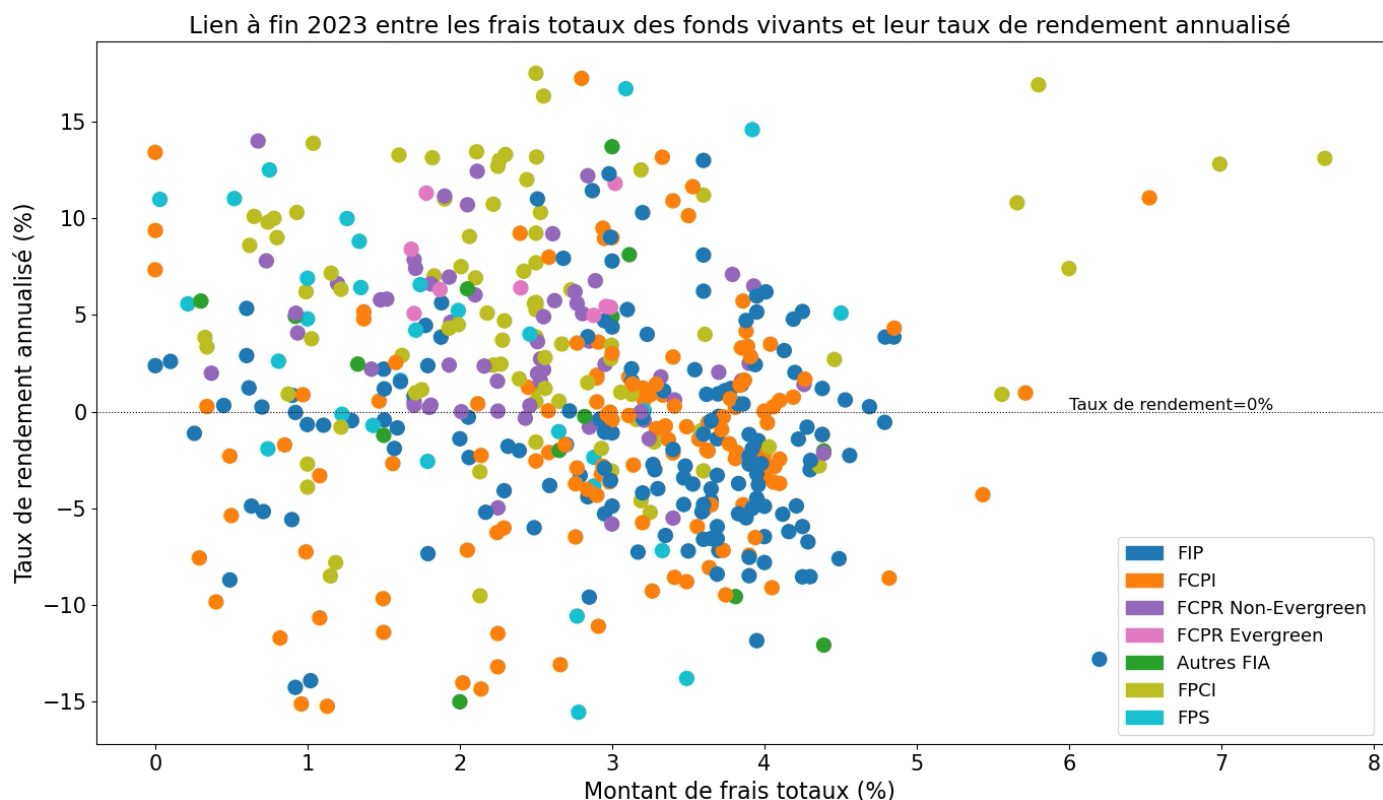


Les niveaux [médians](#) du coût économique total des FPS avoisinent 2%, ceux des FPS à appel de capital progressif étant légèrement plus faibles que ceux à appel unique de capitaux. Il s'agit de la catégorie de fonds parmi celles étudiées affichant les niveaux médians de frais totaux les plus bas. Par ailleurs, si les frais *maxima* médians des FPS à appel unique (4,2%) sont bien supérieurs à ceux des FPS à appel progressif du capital (2,8%), les médianes des frais réellement prélevés restent elles similaires.

4.7. Relation entre les niveaux de frais et la performance des fonds

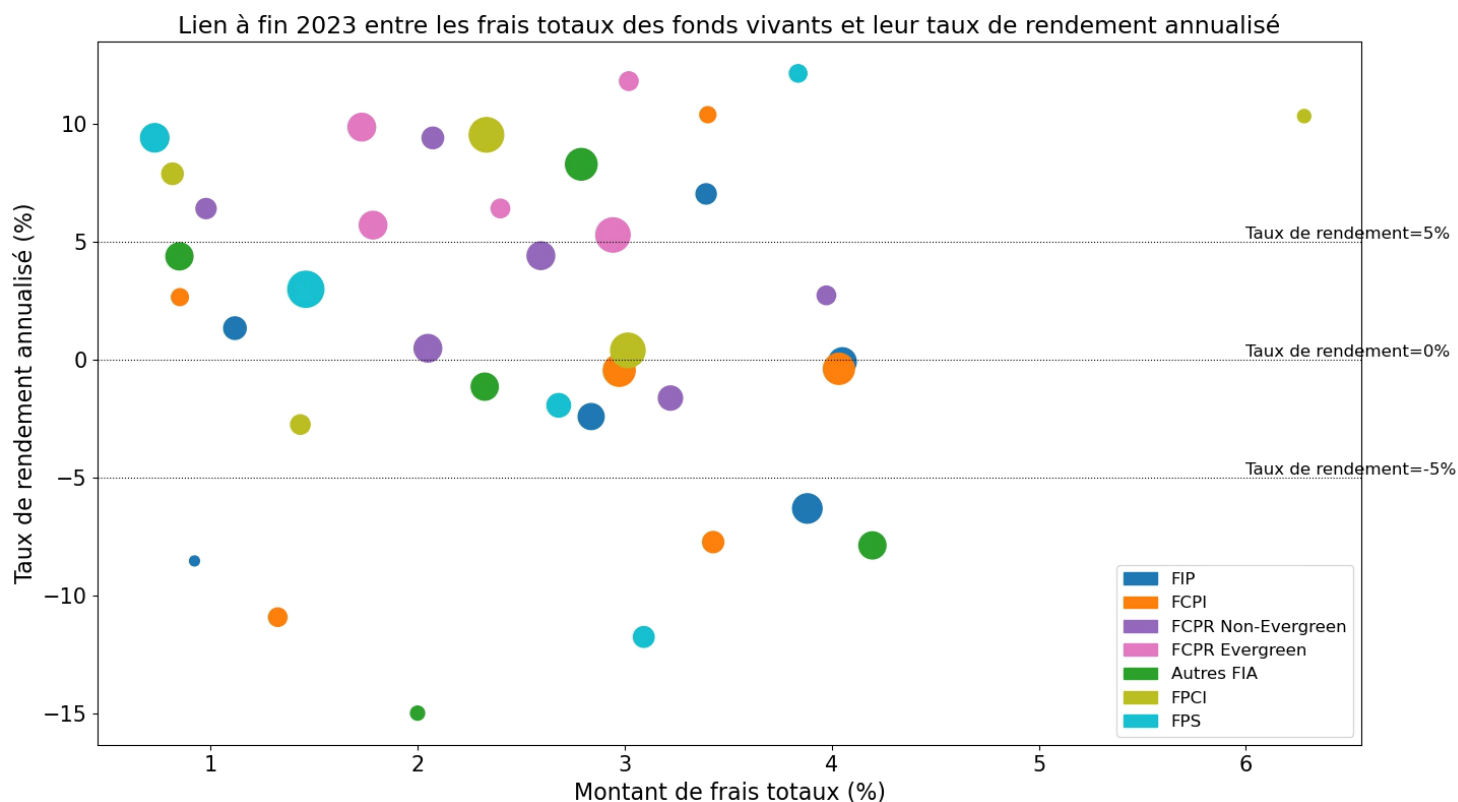
□ Lien entre les frais totaux et la performance

Le graphique ci-après expose les [frais totaux](#), comprenant les frais récurrents et non-récurrents, de l'ensemble des fonds vivants, toutes catégories juridiques confondues, en lien avec le [taux de rendement](#) annualisé de ces fonds à fin 2023.



Chaque point sur le graphique ci-dessus représente un fonds dont la catégorie juridique est identifiable par une couleur. La présence de l'intégralité des fonds au sein de ce nuage de points alourdit la lisibilité de ce graphique et ne permet pas de dégager aisément des tendances par catégorie juridique sur la répartition des frais totaux annuels couplés aux rendements. Aussi, les nuages de points ont été synthétisés, pour chaque catégorie juridique, par des points centraux à l'aide d'une approche statistique de regroupement qui est décrite dans [l'annexe 5.2](#).

Pour chaque catégorie juridique, ces points centraux synthétiques de la distribution des montants de frais totaux couplés aux taux de rendement à fin 2023 ont ensuite été représentés dans le graphique ci-dessous par des bulles dont la taille est proportionnelle au nombre de fonds situés dans une zone proche des points centraux. Chaque couleur représente par ailleurs une catégorie juridique.



L'examen par catégorie juridique de la distribution couplée des montants de frais totaux et des taux de rendement annuels fait ressortir les éléments suivants :

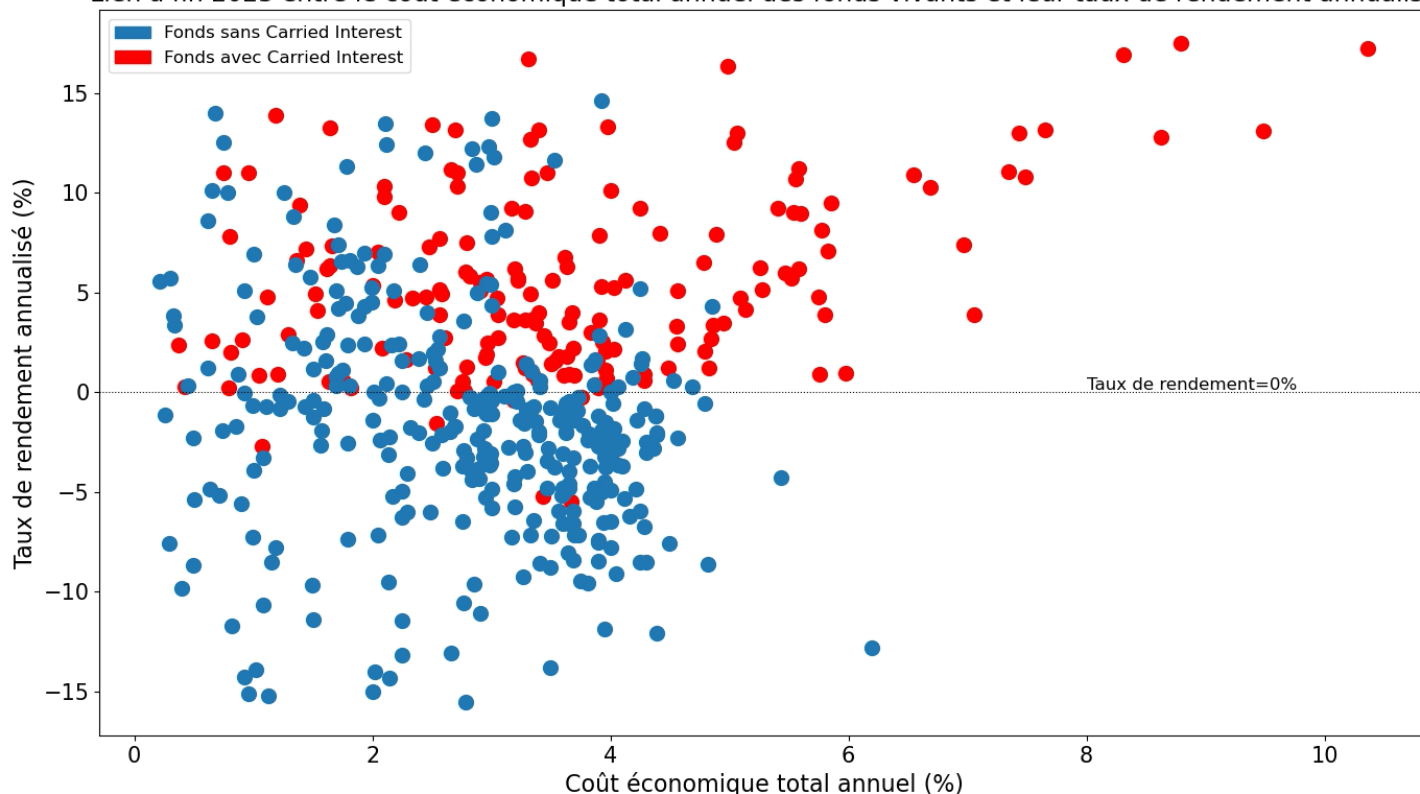
- **FIP** : les montants de frais sont majoritairement supérieurs à 2,8% assortis de taux de rendements sensiblement disparates avec des valeurs oscillant entre -6,3% et 7%. Cette forte hétérogénéité des taux de rendement pour des montants de frais comparables révèle l'absence de corrélation entre les frais annuels et les rendements ;
- **FCPI** : deux groupes prépondérants sont identifiables et associés à des taux de rendement quasi-nuls et des montants de frais totaux compris entre 3% et 4%. Dans une moindre mesure, un troisième groupe apparaît et est défini par des frais de l'ordre 3,5% et des rendements annuels de l'ordre de -7,5% ;
- **FCPR Non-Evergreen** : Contrairement aux FIP et FCPI, la distribution des fonds Non-Evergreen est plus clairsemée. Toutefois, les frais restent majoritairement dans une zone comprise entre 2% et 2,5% avec des taux de rendement hétérogènes oscillant entre 0,5% et 9,5% ;
- **FCPR Evergreen** : la distribution est marquée par un tassement et une concentration des valeurs dans une zone de frais annuels compris entre 1,75% et 3% et des taux de rendement entre 5% et 10% ;

- **Autres FIA en assurance-vie** : A l’instar des FPCR Non-Evergreen, la distribution des Autres FIA distribués en assurance-vie est clairsemée. Par ailleurs, trois points synthétiques concentrant environ 65% des Autres FIA apparaissent alignés sur une droite descendante retraçant ainsi une relation décroissante entre le taux de rendement et le montant des frais ;
- **FPCI** : deux groupes prépondérants captant chacun 33% des FPCI sont identifiables. Si les montants des frais associés à ces deux groupes sont comparables avec des valeurs respectives de 2,3% et 3%, les rendements quant à eux se situent à des niveaux opposés avec, d’une part, 0,4% de rendement pour le premier groupe et, d’autre part, 9,5% de rendement pour le second ;
- **FPS** : De même que pour les Autres FIA, trois points synthétiques concentrant environ 75% des FPS apparaissent quasiment alignés sur une droite descendante, retraçant ainsi une relation décroissante entre le taux de rendement et le montant des frais.

□ Différenciation de la performance entre les fonds avec et sans *carried interest*

La répartition des [taux de rendement](#) annualisés en fonction du coût économique total, comprenant les [frais totaux](#) et les montants de [carried interest](#), est représentée dans le nuage de points ci-après. Chaque point correspond à un fonds, indépendamment de sa catégorie juridique, dont la couleur est différenciée selon la présence de montants de *carried interest*. De manière logique, une frontière de séparation se dessine entre les fonds, quelle que soit leur catégorie juridique, avec (point rouge) et sans (point bleu) montant de *carried interest*. Plus précisément, les fonds associés à des montants de *carried interest* affichent globalement des performances supérieures à celles des fonds sans *carried interest*. Bien que ce constat ne soit pas systématique, des fonds avec *carried interest* présentant des performances basses et inversement, cette tendance reste nettement visible.

Lien à fin 2023 entre le coût économique total annuel des fonds vivants et leur taux de rendement annualisé



□ Synthèse sur les niveaux de frais des fonds investis en actifs financiers non cotés destinés à des clients non-professionnels

Pour toutes les catégories de fonds, les [frais](#) effectivement prélevés sont généralement en-deçà du montant maximal de frais exposé dans la documentation légale des fonds.

Le tableau ci-dessous répertorie synthétiquement les différentes métriques de la distribution des frais totaux annuels, comprenant les frais récurrents et les frais de fonctionnement non-récurrents, déterminés en date d'arrêté du 31 décembre 2023 :

Typologie d'investisseurs	Catégorie juridique	Frais totaux annuels moyens pondérés	Premier quartile des frais totaux annuels	Médiane des frais totaux annuels	Troisième quartile des frais annuels
Fonds destinés à des clients particuliers non-professionnels particuliers (ticket d'investissement minimum <100 000€)	FIP	3,0%	2,6%	3,5%	3,9%
	FCPI	3,5%	2,6%	3,2%	3,8%
	FCPR Evergreen	2,0%	1,8%	2,4%	3,0%
	FCPR Non-Evergreen	2,3%	1,8%	2,5%	3,0%
	Autres FIA distribués en assurance-vie	2,2%	1,4%	2,7%	3,5%
Fonds destinés à des clients professionnels et accessibles à des clients non-professionnels avertis (ticket d'investissement minimum >100 000€)	FPCI : appel de fonds unique	2,3%	2,4%	2,6%	3,2%
	FPCI : appel de fonds progressif	1,7%	1,0%	1,8%	2,2%
	FPS : appel de fonds unique	1,8%	1,0%	2,2%	2,9%
	FPS : appel de fonds progressif	2,3%	1,2%	1,7%	2,8%

La catégorie des [FIP](#) et [FCPI](#) affiche les [frais totaux](#) annuels les plus élevés avec des [médianes](#) respectives de 3,5% et 3,2%. Les frais totaux annuels des [FCPR](#) Non-Evergreen, Evergreen ainsi que des [Autres FIA](#) en assurance-vie sont comparables avec des médianes valant respectivement 2,4%, 2,5% et 2,7%.

En outre, les [FPCI](#) et [FPS](#) à [appel progressif](#) du capital se distinguent des autres catégories par des médianes de frais totaux inférieures de l'ordre de 1,7%.

Enfin, l'analyse des frais totaux annuels couplés aux [rendements](#) des fonds n'a pas conduit à relever de lien marqué entre le niveau des frais des fonds et leur performance. Une fois les montants de [carried interest](#) intégrés, une relation apparente ressort logiquement entre le coût économique total du fonds, calculé comme la somme des montants de frais totaux et de *carried interest*, et la performance du fonds.

5. Annexes

5.1. Glossaire

Terme	Définition
Autres FIA en assurance-vie	Ces fonds d'investissement prennent souvent la forme de sociétés civiles et sont distribués à une clientèle non professionnelle dans des contrats d'assurance-vie en unités de compte.
Appel de capital	<ul style="list-style-type: none"> • Appel progressif de capital : les investisseurs engagent des capitaux au sein d'actifs financiers non cotés qui sont libérés de manière fractionnée dans le temps sous forme d'appels progressifs de capital ; • Appel unique de capital : les capitaux sont intégralement souscrits par les investisseurs <i>via</i> un unique appel de fonds.
Carried interest	Ils correspondent à un pourcentage des plus-values du fonds revenant à des parts pouvant être souscrites par l'équipe de gestion.
Catégorie de clients non-professionnels	<ul style="list-style-type: none"> • Clients non-professionnels particuliers : clients pour lesquels le ticket d'investissement minimal est inférieur à 100 000 euros ; • Clients non-professionnels avertis : clients pour lesquels le ticket d'investissement minimal est supérieur à 100 000 euros.
FCPR	Fonds communs de placement à Risques : ces fonds doivent respecter le quota d'investissement de 50% minimum en entreprises. Les investissements peuvent être réalisés de manière directe <i>via</i> une prise de participation dans une entreprise non cotée ou indirecte au travers de parts de fonds d'actifs financiers non cotés (fonds de fonds).
FCPI	Fonds Communs de Placement dans l'Innovation : fonds dit « fiscal » rentrant dans la catégorie des FCPR et devant être investi dans des sociétés innovantes non cotées à hauteur de 70% minimum.
FIP	Fonds d'Investissement de Proximité : fonds dit « fiscal » rentrant dans la catégorie des FCPR et devant être investi dans des PME régionales à hauteur de 70% minimum.
FPCI	Fonds Professionnel de Capital Investissement : fonds investi en actifs financiers non cotés réservé majoritairement à des clients professionnels. Certains FPCI sont accessibles à des clients non-professionnels avertis requérant un ticket d'investissement minimal de 100 000 euros.
FPS	Fonds Professionnel Spécialisé : fond investi en actifs financiers non cotés réservé majoritairement à des clients professionnels. Certains FPS sont accessibles à des clients non-professionnels avertis requérant un ticket d'investissement minimal de 100 000 euros.
Frais récurrents	Il s'agit essentiellement des frais de gestion et administratifs prélevés sur l'année.
Frais totaux	Frais réels supportés par le fonds comprenant les frais récurrents ainsi que les frais de fonctionnement non récurrents.
Frais maximum	Ceux-ci correspondent aux taux de frais annuels maximum (TFAM) de la documentation légale des fonds.
Fonds vivants/soldés	Un fonds est dit soldé, par opposition à vivant, dès lors que l'ensemble de ces actifs a été liquidé.
Indicateurs statistiques utilisés	<ul style="list-style-type: none"> • Premier quartile : il correspond à la valeur au-dessus de laquelle se situent 25% des données, les données étant classées par ordre décroissant ;

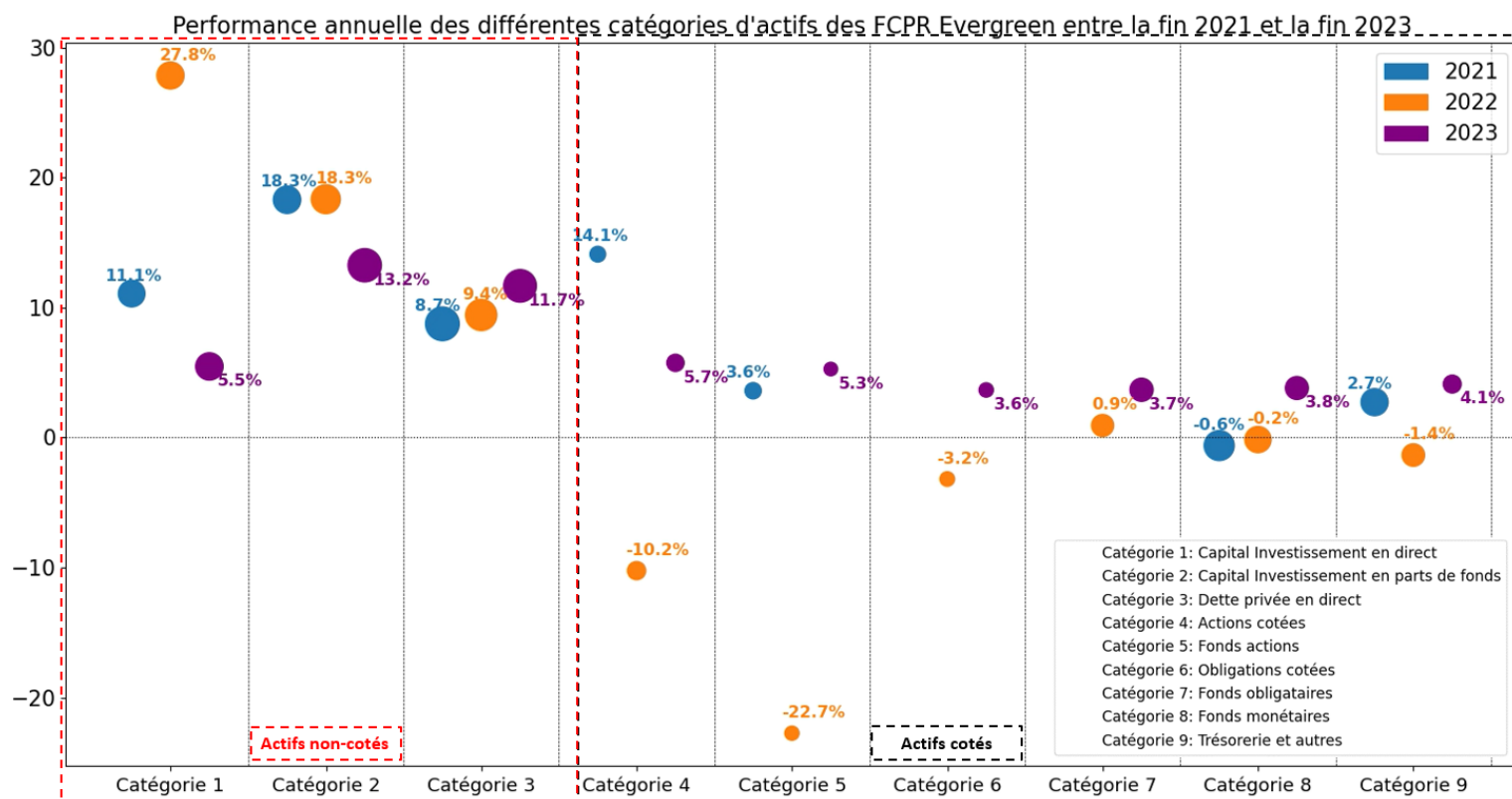
	<ul style="list-style-type: none"> • Médiane (deuxième quartile): il s'agit de la valeur qui sépare la distribution des données en deux échantillons de taille égale ; • Troisième quartile : il correspond à la valeur au-dessus de laquelle se situent 75% des données, les données étant classées par ordre décroissant ; • Dispersion/écart interquartile : différence entre le premier quartile et le troisième quartile. Cet indicateur est utilisé pour mesurer la dispersion d'une distribution ; • Moyenne pondérée : les moyennes présentées dans cette étude ont été pondérées par les encours des fonds.
Millésime	Année de premier investissement d'un fonds.
Taux de rendement interne (TRI)	Il s'agit du taux d'actualisation qui annule la somme des flux financiers actualisés d'un fonds. Cet indicateur est utilisé fréquemment dans le cadre d'investissement dans des actifs non cotés. Une description détaillée de cet indicateur est exposée dans la section 2.1 .

5.2. Indicateurs statistiques détaillés de la distribution des taux de rendement

Catégorie juridique	Nombre de fonds ³⁰	Encours (millions d'euros)	Taux de rendement moyen pondéré	Premier décile	Premier quartile	Médiane	Troisième quartile	Neuvième décile
FIP	186	2798	-1,4%	4,7%	1,2%	-2,4%	-5,3%	-8,3%
FCPI	170	3036	-1,0%	7,4%	1,4%	-1,1%	-4,8%	-9,5%
Autres FIA distribués en assurance-vie	15	696	4,0%	6,1%	5,1%	0,3%	-2%	-13,8%
FCPR Non-Evergreen : investissements directs	47	1380	4,1%	6,8%	5,7%	2,4%	0,3%	-1,7%
FCPR Non-Evergreen : parts de fonds	10	943	10,6%	24,1%	10,3%	7,5%	6,2%	2,2%
FCPR Evergreen	11	3937	6,2%	8,4%	5,9%	5,0%	3,7%	2,3%
FCPI : appel de fonds unique	43	864	5,4%	10,7%	6,8%	2,7%	0,2%	-2,6%
FCPI : appel de fonds progressif	49	4663	8,6%	13,4%	12,0%	7,5%	3,4%	-3,7%
FPS : appel de fonds unique	10	385	5,2%	7,5%	6,3%	4,4%	0,7%	-2,8%
FPS : appel de fonds progressif	15	1469	11,9%	18,4%	12,8%	6,4%	0,5%	-1,6%

³⁰ Les valeurs reportées dans les colonnes « Nombre de fonds » et « Encours (millions d'euros) » ne tiennent pas compte des fonds vivants ayant moins de deux ans d'ancienneté au 31 décembre 2023

5.3. FCPR Evergreen : poids et rendement annualisés équivalents par catégories d'actifs

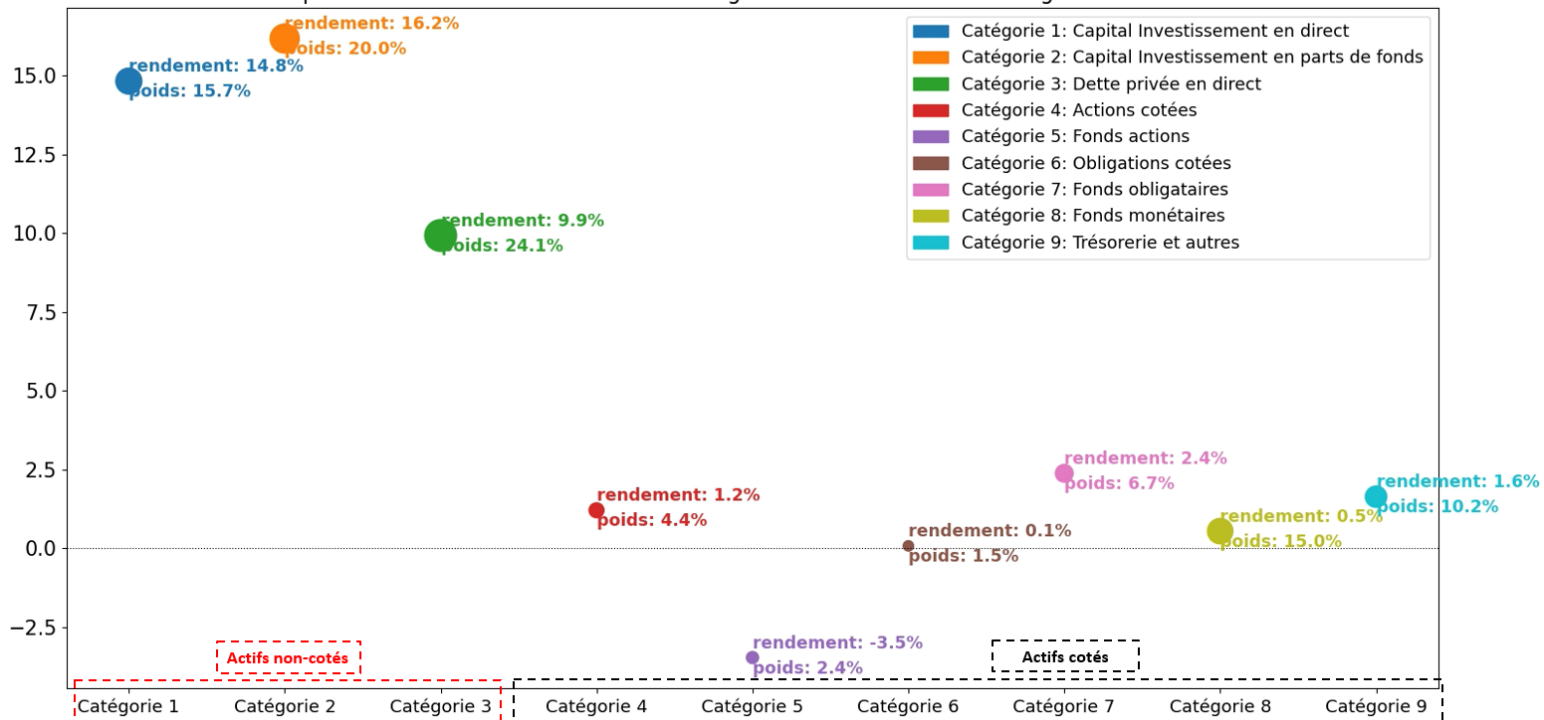


Dans la [section 2.2](#), l'attribution de performance des FCPR Evergreen a été étudiée avec notamment la performance annuelle brute de frais de chacune des catégories d'actifs constitutifs des Evergreen en 2021, 2022 et 2023. Le graphique correspondant a été repris ci-dessus. Cette décomposition de la performance brute de frais sur trois ans des catégories d'actifs des FCPR Evergreen peut être synthétisée en un schéma équivalent annualisé à l'aide :

- d'un poids synthétique pour chaque catégorie d'actifs correspondant à la moyenne arithmétique des poids annuels sur trois ans de la catégorie. A titre d'exemple numérique, les poids en 2021, 2022 et 2023 de la catégorie d'actifs de capital-investissement en direct valent respectivement 15,1%, 15,9% et 16,1% ce qui donne un poids synthétique annuel pour cette catégorie de **15,7%** $\left(\frac{15,1\%+15,9\%+16,1\%}{3}\right)$;
- d'un taux de rendement, brut de frais, équivalent annualisé pour chaque catégorie d'actifs calculé comme la moyenne des rendements annuels sur trois ans pondérés par les proportions annuelles de la catégorie d'actifs. A titre d'exemple numérique, les poids en 2021, 2022 et 2023 de la catégorie d'actifs de capital-investissement en direct valent respectivement 15,1%, 15,9% et 16,1% et les rendements annuels bruts de frais en 2021, 2022 et 2023 s'élèvent à 11,1%, 27,8% et 5,5%. Le rendement équivalent annualisé brut de frais des actifs de capital investissement en direct vaut dès lors à **14,8%** $\left(\frac{15,1\% \times 11,1\% + 15,9\% \times 27,8\% + 16,1\% \times 5,5\%}{11,1\% + 27,8\% + 5,5\%}\right)$.

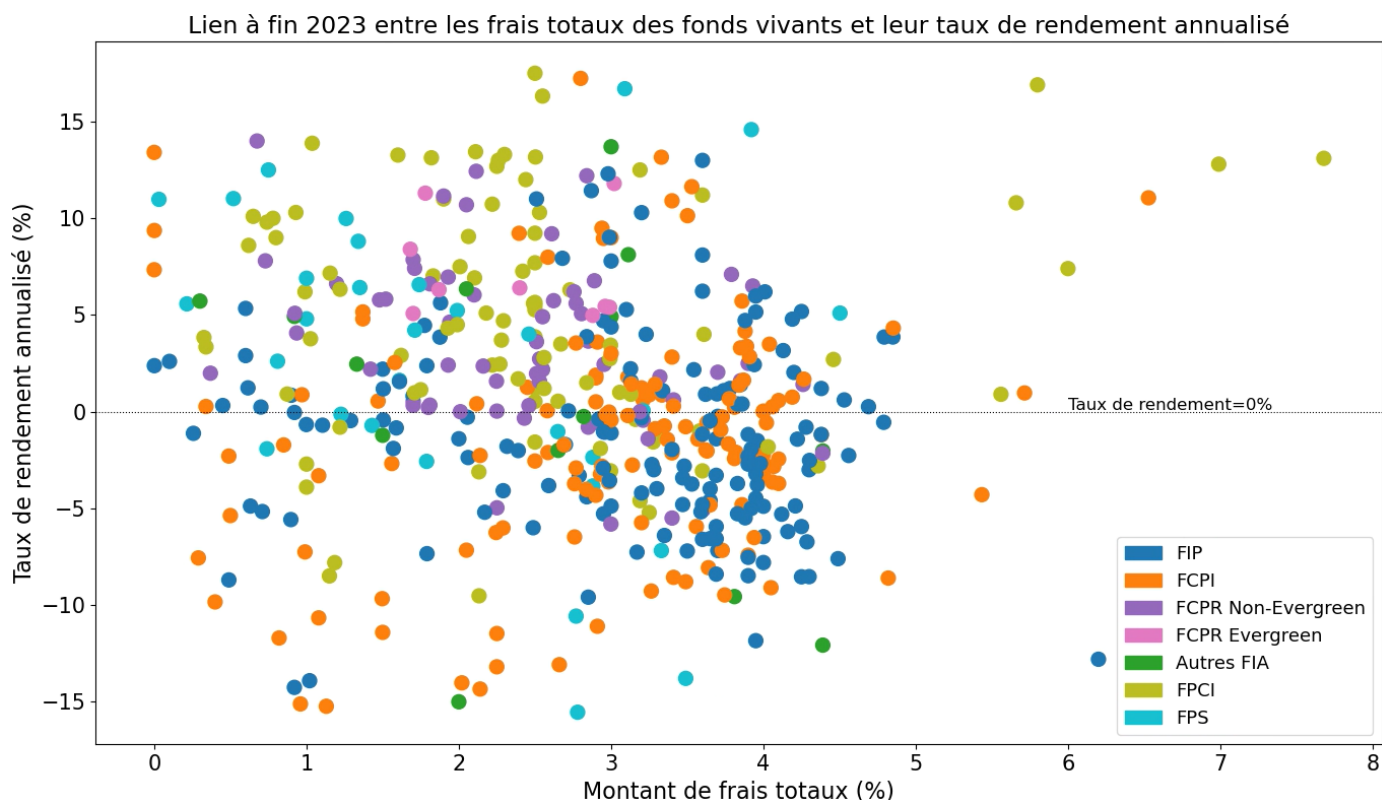
Le graphique ci-dessous, qui est exposé dans la [section 2.2](#), reporte par catégorie d'actifs le taux de rendement, brut de frais, équivalent annuel de la catégorie. Celui-ci est représenté par une bulle dont la taille est proportionnelle au poids de la catégorie. Les poids de chacune des poches d'actifs ont par ailleurs été reportés textuellement en-dessous de chaque bulle. Ainsi, la poche de capital investissement en direct affiche une performance annualisée brute de frais sur trois ans de 14,8% associée à un poids moyen équivalent de 15,7%.

Taux de rendement équivalent annualisé des différentes catégories d'actifs des FCPR Evergreen entre la fin 2021 et la fin 2023



5.4. Méthode statistique de regroupement des points, par catégorie juridique, de la distribution des frais couplés à la performance

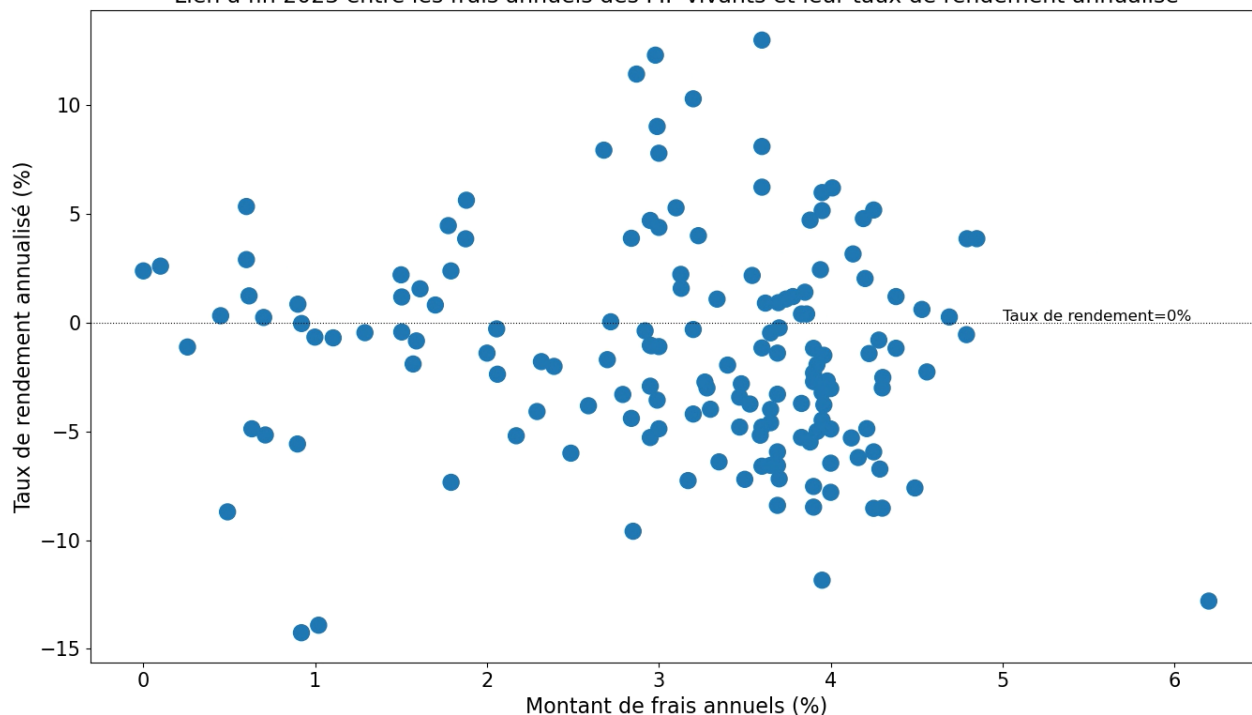
Dans la [section 4.7](#), les frais annuels totaux de l'ensemble des fonds vivants, toutes catégories juridiques confondues, en lien avec le taux de rendement annualisé de ces fonds à fin 2023 ont été représentés graphiquement. Le graphique correspondant est repris ci-dessous :



Chaque point sur le graphique ci-dessus représente un fonds dont la catégorie juridique est identifiable par une couleur. La présence de l'intégralité des fonds au sein de ce nuage de points alourdit la lisibilité de ce graphique et ne permet de dégager aisément des tendances par catégorie juridique sur la répartition des frais totaux couplés aux rendements. Aussi, les nuages de points ont été synthétisés via une approche de regroupement qui est illustrée ci-dessous sur la catégorie des FIP :

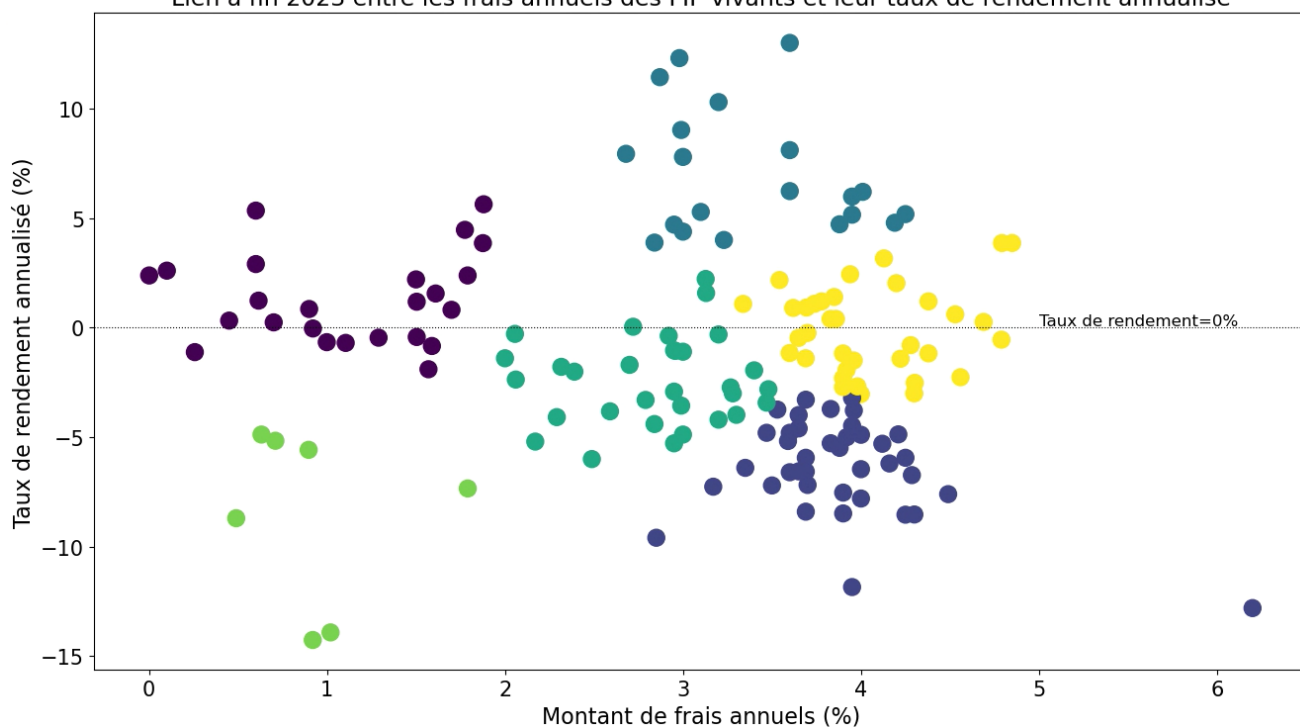
- **Echantillon initial** : L'échantillon des FIP vivants contient 156 fonds dont les taux de rendement à fin 2023 en fonction des frais annuels totaux sont représentés par un nuage de points. Il s'agit de la représentation graphique ci-dessus filtrée sur la catégorie des FIP.

Lien à fin 2023 entre les frais annuels des FIP vivants et leur taux de rendement annualisé

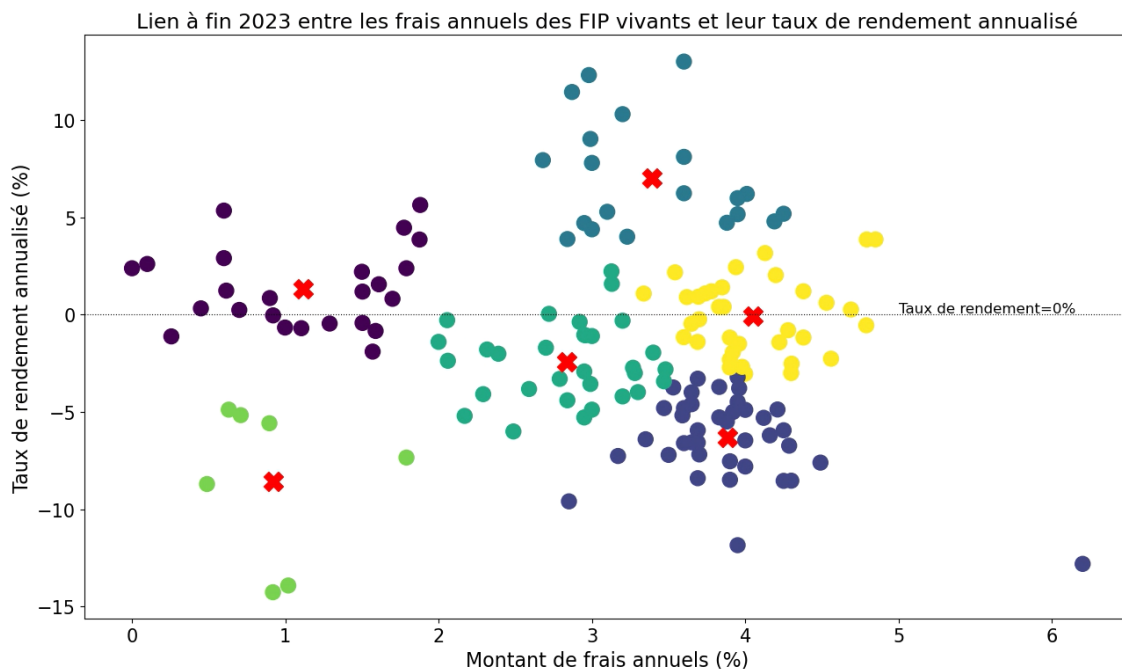


- **Regroupement des points** : Les FIP peuvent être regroupés en zones au sein desquelles les fonds sont proches entre eux. Ces groupes ont été constitués statistiquement à l'aide d'une logique de proximité entre points et sont différenciés dans le graphique ci-dessous à l'aide de couleurs distinctes. Dans le cas des FIP, six groupes de points ont été déterminés.

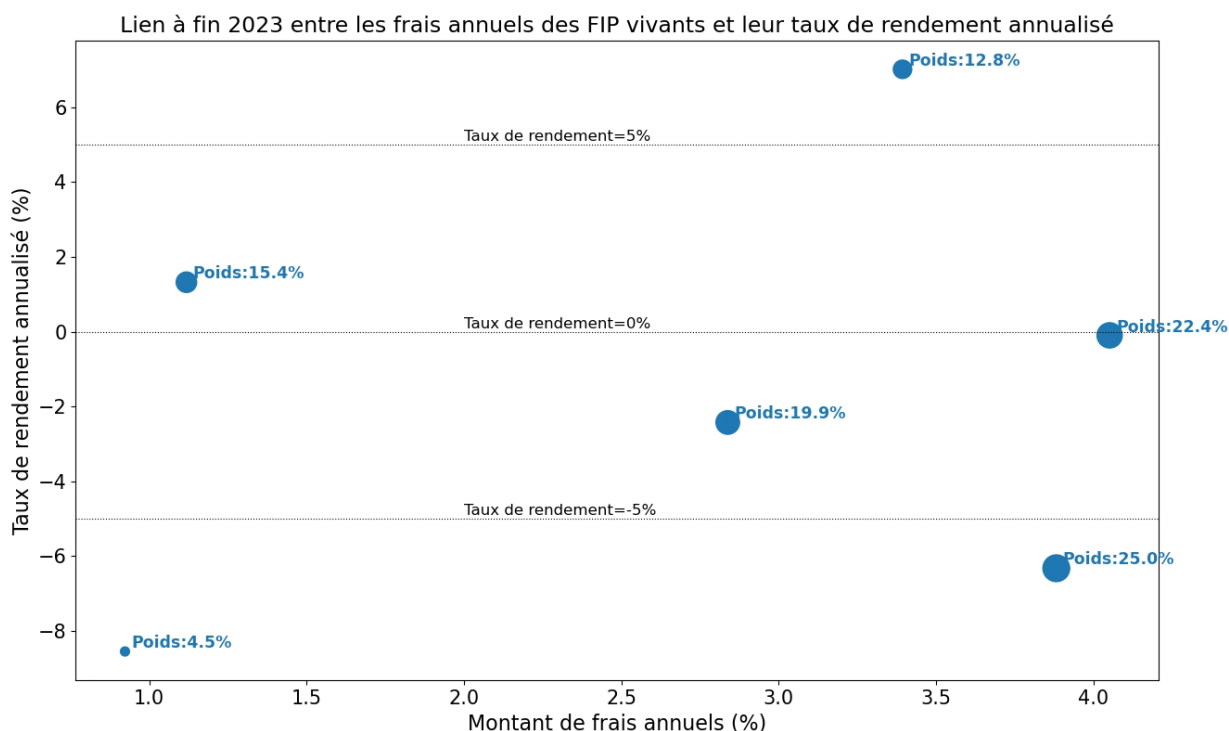
Lien à fin 2023 entre les frais annuels des FIP vivants et leur taux de rendement annualisé



- **Agrégation des points** : Les points au sein des groupes peuvent ensuite être synthétisés par un unique point central représenté par une croix rouge ci-dessous.



- **Distribution finale** : Les points centraux, qui sont représentés ci-dessus par des croix rouges, sont finalement conservés et une taille leur est allouée correspondant à la proportion de FIP appartenant au groupe de points. Dans le graphique ci-dessous, chaque point central est représenté par une bulle de taille proportionnelle à son poids. Ainsi, 25% des FIP peuvent être regroupés dans une zone associée à un montant de frais totaux annuels de 3,9% et un taux de rendement annualisé de -6,3% à fin 2023.



L'approche statistique décrite ci-dessus a été reproduite pour chaque de catégorie de fonds puis les points centraux synthétiques de la distribution des montants de frais annuels couplés aux taux de rendement à fin 2023 ont été représentés dans le graphique ci-dessous, exposé dans la [section 4.7](#), par des bulles de taille proportionnelle à leur poids.

