

**PROPOSITION DE DIRECTIVE SUR LES GESTIONNAIRES
DE FONDS D'INVESTISSEMENT ALTERNATIFS**

APPLICATION AU CAPITAL INVESTISSEMENT

REPONSE DE L'AFIC

JUILLET 2009

SOMMAIRE

Introduction	2
1. La pertinence du champ d'application de la directive	3
2. La prise en compte des différentes stratégies d'investissement	3
2.1. L'exigence de fonds propres minimum (Article 14)	3
2.2. L'évaluateur indépendant (Article 16)	3
2.3. Le dépositaire (Article 17)	4
2.4. La délégation (Article 18)	4
3. L'adaptation des exigences d'information et de transparence	5
3.1. Les obligations d'information des gestionnaires (Articles 19 et suivants)	5
3.2. Les obligations de notification et d'information applicables aux gestionnaires qui acquièrent le contrôle de sociétés (Articles 26 et suivants)	5
4. La révision des règles spécifiques concernant les pays tiers (Articles 35 et suivants)	6
5. L'insertion d'une clause de « grand-père »	6

Annexe

European Private Equity & Venture Capital Industry :
Response to the proposed Directive of the European Parliament and Council
on Alternative Investment Fund Managers (AIFM) – 25 Juin 2009

INTRODUCTION

Rappel du contexte

- Le rapport Rasmussen sur « *les fonds alternatifs* [traduction retenue pour qualifier les *hedge funds* dans la version française du rapport] *et les fonds de capital investissement* » (septembre 2008) ;
- Le rapport Lehne sur la transparence des investisseurs institutionnels (juillet 2008) ;
- La résolution du Parlement européen (septembre 2008) demandant à la Commission de présenter des propositions législatives couvrant tous les acteurs et participants pertinents aux marchés financiers (y compris les fonds de capital investissement) ;
- Le rapport présenté par Jacques de Larosière (25 février 2009) ;
- Les conclusions du G20 sur le renforcement du système financier (avril 2009) décidant notamment de réglementer et de contrôler les institutions, marchés et instruments importants sur le plan systémique, et particulièrement les fonds spéculatifs et leurs gestionnaires ;
- La résolution du Parlement européen du 24 avril 2009 sur le sommet du G20 ;
- Le rapport du groupe d'experts de la Commission sur le capital investissement et le capital risque (juillet 2006).

Les fonds de capital investissement, du fait de leur stratégie d'investissement et à la différence des fonds spéculatifs, ne présentent pas de risques macroprudentiels (point relevé dans le rapport de Larosière et repris dans le préambule de la proposition de directive).

La position de la profession au niveau européen (Cf. Annexe)

La profession du capital investissement a publié le 25 juin dernier sa réponse au Parlement Européen et à la Commission en présentant une analyse détaillée de la proposition de directive pour l'industrie du capital investissement en Europe.

Les conclusions des travaux portent plus particulièrement sur les propositions suivantes :

1. La révision du **champ d'application de la directive** pour (i) préserver les gestionnaires gérant des fonds de moins d'un milliard d'euros et (ii) mieux coordonner les dispositions avec celles issues de la directive *MIF* ;
2. La distinction entre les différentes **stratégies d'investissement alternatives**, particulièrement en matière d'exigence de fonds propres du gestionnaire, du recours à l'évaluateur indépendant et à la fonction de dépositaire ;
3. La révision des dispositions sur les **exigences de transparence**, tant au niveau du gestionnaire que de celui de l'entreprise en portefeuille, en vue notamment d'assurer un traitement équitable des différents acteurs et respecter les dispositions légales nationales en la matière ;
4. La révision des règles spécifiques concernant **les pays tiers** ;
5. L'insertion d'une **clause de « grand-père »** pour les fonds existants.

La position de la profession en France

Dans le prolongement des travaux au niveau européen, un groupe de travail a été constitué au sein de l'AFIC en vue de préciser les propositions à formuler au regard de la réglementation française.

La présente note a pour objet de présenter les conclusions pour l'industrie du capital investissement en France.

1. LA PERTINENCE DU CHAMP D'APPLICATION DE LA DIRECTIVE

Les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs visés par la directive

La notion de fonds d'investissement alternatifs vise les organismes de placement collectif dont l'objet est l'investissement collectif dans des actifs et qui ne sont pas soumis à agrément au titre de la directive OPCVM (cf. Article 3 – définitions), à savoir les *hedge funds*, fonds de capital investissement, fonds immobiliers, fonds de matières premières, fonds d'infrastructures et autres fonds institutionnels.

⇒ *A noter : il convient de confirmer que les fonds constitués sous forme de sociétés (sociétés de capital risque, sociétés d'investissement, sociétés de portefeuille, trust,...), qu'elles soient ou non dirigées par un gestionnaire réglementé, doivent être inclus - ou non - dans le champ d'application de la directive, en tenant compte des éventuelles conséquences qui pourraient en découler dans les choix futurs de structures juridiques des prochains fonds d'investissement.*

Le rehaussement des seuils définis par la directive

Le texte vise le gestionnaire qui (i) exerce son activité de gestion au sein de l'UE et (ii) gère un ou plusieurs fonds dont les actifs gérés dépassent 100M€ - ou 500M€ lorsque le portefeuille de fonds sous gestion est composé de fonds qui ne recourent pas à l'effet de levier et pour lesquels aucun droit au remboursement ne peut être exercé pendant une période de 5 ans à compter de la constitution du fonds.

⇒ *Il convient de relever le seuil de 500M€ à 1 Md€ pour éviter de couvrir des fonds de capital risque et de capital développement présentant un impact limité sur le marché européen et faisant déjà l'objet d'une réglementation au niveau national ;*

⇒ *Il convient par ailleurs de définir les « actifs gérés » et de préciser plus clairement que l'« effet de levier » vise le levier obtenu par le gestionnaire directement au niveau du fonds - et non au niveau des participations qui doivent conserver des capacités d'emprunts autonomes et que le gestionnaire ne contrôle pas toujours.*

2. LA PRISE EN COMPTE DES DIFFERENTES STRATEGIES D'INVESTISSEMENT

2.1. L'EXIGENCE DE FONDS PROPRES MINIMUM (ARTICLE 14)

Compte tenu de la réglementation existant en France pour les sociétés de gestion de portefeuille et sous réserve qu'aucune aggravation ne soit introduite par rapport aux dispositions applicables en France du fait de la directive, ce point ne sera pas traité dans la présente note.

2.2. L'EVALUATEUR INDEPENDANT (ARTICLE 16)

La proposition de directive prévoit une nouvelle exigence organisationnelle ayant pour objet de confier à un évaluateur indépendant l'établissement de la valeur des actifs du fonds et la valeur des parts.

Cette disposition n'est absolument pas adaptée au capital investissement, pour lequel ces évaluations n'ont d'influence, ni sur le rendement des capitaux souscrits par les investisseurs, ni sur l'intéressement des gestionnaires. Les dispositifs actuels (valorisation par le gestionnaire explicitée dans le règlement du fonds, en accord avec les investisseurs, sur la base d'une méthodologie définie par l'IPEV¹, en conformité avec les normes comptables internationales, puis révision par le Commissaire aux comptes et éventuellement, selon les dispositions du règlement du fonds, validation par un comité formé par les principaux investisseurs du fonds) n'ont jusqu'à ce jour soulevé aucune objection, et notamment pas de la part des investisseurs.

On ne voit donc pas quel bénéfice génèrerait le recours à une tierce évaluation, ni qui en serait le bénéficiaire. On voit en revanche parfaitement les difficultés engendrées par la mise en place d'une telle procédure, à la fois en terme de lourdeur (alors que les investisseurs sont demandeurs de rapidité), de faisabilité (notamment dans le cas de l'évaluation de portefeuilles de fonds de capital-risque à fort contenu technologique) et bien évidemment de coût (que ni les investisseurs, ni le gestionnaire ne voudront supporter).

Compte tenu du fait que (i) le rachat est impossible au cours de la vie du fonds de capital investissement, (ii) la durée de vie des fonds est longue (en général 10 ans ou plus) et que (iii) les actifs sont non-liquides car effectués en non coté dans une logique de moyen terme, une telle disposition ne se justifie pas et présente plus d'inconvénients que d'avantages pour les investisseurs, notamment pour des questions de responsabilité, de compétence, de coût, d'accès à l'information,...

⇒ *Il est donc demandé **d'exclure les fonds de capital investissement** du champ d'application de cette disposition.*

2.3. LE DEPOSITAIRE (ARTICLE 17)

Pour les dispositions relatives au dépositaire et compte tenu de la réglementation existant en France, ce point ne sera pas traité dans la présente note.

2.4. LA DELEGATION (ARTICLE 18)

La procédure de demande d'autorisation préalable pour chaque délégation peut se révéler lourde et impraticable compte tenu du champ d'application très large de cette disposition.

⇒ *Il convient dès lors de prévoir la possibilité de bénéficier d'une **autorisation préalable générale** (et non spécifique à chaque délégation) ou la mise en place d'une **procédure de déclaration** assortie d'un contrôle a posteriori (cf. information des FCPR allégés).*

Nous renverrons sur le sujet aux principes figurant dans la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (article 13-5.) et la directive 2006/73/EC du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE (articles 13 à 15).

¹Le guide « International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines » fournit les standards de la profession et expose les meilleures pratiques en matière d'évaluation de portefeuille en capital investissement. Il est adopté à ce jour par plus de 35 associations nationales.

3. L'ADAPTATION DES EXIGENCES D'INFORMATION ET DE TRANSPARENCE

3.1. LES OBLIGATIONS D'INFORMATION DES GESTIONNAIRES (ARTICLES 19 ET SUIVANTS)

Il convient de rappeler que les obligations d'informations à l'égard des investisseurs sont négociées et définies avec les investisseurs.

- ⇒ *Il serait dès lors utile d'adapter certaines mentions au métier du capital investissement comme notamment celles figurant au*
- *h) du 1 de l'article 20 : les montants maximaux de certains frais (ex : due diligence) ne sont pas toujours déterminables – il s'agit de dispositions négociées avec les investisseurs en cours de levée de fonds et relevant du domaine du contractuel ;*
 - *j) du 1 de l'article 20 : les investissements se faisant généralement au début de la vie du fonds, « le dernier rapport annuel » ne sera par définition pas disponible ;*
 - *2 de l'article 20 : la question de la liquidité n'est pas adaptée au capital investissement ;*
 - *2 de l'article 21 : à revoir pour tenir compte tenu du caractère illiquide des fonds de capital investissement et de leurs actifs.*

3.2. LES OBLIGATIONS DE NOTIFICATION ET D'INFORMATION APPLICABLES AUX GESTIONNAIRES QUI ACQUIERENT LE CONTROLE DE SOCIETES (ARTICLES 26 ET SUIVANTS)

Les dispositions s'appliquent dans le cas de l'acquisition par un ou plusieurs fonds de 30% ou plus des droits de vote d'un émetteur ou d'une société non cotée domiciliée dans l'UE, à l'exclusion des PME.

Ces dispositions sont susceptibles

- (i) de créer des **distorsions de concurrence importantes**
 - entre actionnaires, selon leur nature (traitement discriminatoire) ;
 - entre sociétés, selon la nature de leurs actionnaires ;
 - entre le capital investissement européen et ses compétiteurs nord-américains et asiatiques.
- (ii) de **fragiliser les entreprises** en communiquant des informations sensibles destinées à un nombre limité d'interlocuteurs ;
- (iii) d'entrer en contradiction avec les **règles applicables en droit national** (droit des sociétés,...).

En ce qui concerne plus particulièrement les dispositions figurant à l'article 28 :

- ⇒ *Il convient de tenir compte des fonctions et responsabilités distinctes et respectives de la société, ses dirigeants et ses actionnaires (cf. exposé des motifs - au point 3.5.6 - lorsqu'il est demandé aux fonds de capital investissement de rendre compte publiquement de la manière dont ils « gèrent les sociétés présentant un intérêt public » alors que la gestion de la société est assurée par sa direction) ;*
- ⇒ *Ces dispositions pénaliseraient les actionnaires européens par rapport aux autres actionnaires (US par exemple) qui ne seraient pas soumis à une telle obligation et qui en outre pourraient utiliser l'information fournie par le gestionnaire européen au détriment de ce dernier ;*
- ⇒ *Ces dispositions risqueraient de fragiliser de manière significative l'entreprise dont les actions/droits de vote sont détenus par des capitaux investisseurs européens (divulgaration du business plan,...) par rapport aux entreprises détenues par d'autres structures juridiques.*

Il est donc demandé de supprimer ces dispositions, en tenant compte des dispositions déjà existantes en droit national notamment en matière de changement de contrôle et de procédures d'information et de consultation du Comité d'entreprise,...

4. LA REVISION DES REGLES SPECIFIQUES CONCERNANT LES PAYS TIERS (ARTICLES 35 ET SUIVANTS)

Les mesures figurant dans la proposition de directive sont susceptibles de créer des distorsions de concurrence.

Un gestionnaire européen ne pourra commercialiser de parts de fonds domicilié dans un pays tiers auprès d'investisseurs professionnels domiciliés dans un Etat membre que si le pays tiers a signé avec l'Etat membre une convention garantissant un échange effectif d'informations en matière fiscale (cf. Art. 26 du modèle de convention fiscale OCDE).

Un gestionnaire établi dans un pays tiers pourra être autorisé à commercialiser des parts de fonds aux investisseurs professionnels établis dans la Communauté sous réserve de (i) réciprocité offerte par le pays tiers et (ii) que ce pays tiers ait une réglementation financière équivalente à la réglementation européenne.

Il convient de noter que la définition de « *commercialisation* » couvre toute offre ou placement de parts de fonds, « *quel que soit l'initiateur de l'offre ou du placement* ». Il en découle que les gestionnaires de fonds de fonds européens pourraient ne pas pouvoir souscrire à des fonds établis dans des pays tiers. Les dispositions de la proposition de directive introduiraient alors sans le nommer un critère d'« éligibilité » pour la souscription d'investisseurs européens à des parts de fonds établis dans des pays tiers.

Il existe un risque important que ces dispositions, si elles devaient être adoptées, puissent être transposées et/ou appliquées de manière différentes entre les Etats membres, ce qui créerait des distorsions de concurrence importantes en matière de commercialisation de fonds étrangers auprès des investisseurs professionnels européens.

Il convient par ailleurs de relever le risque d'éventuelles mesures de rétorsion de la part des Etats tiers dans le cas où les gestionnaires établis dans ces Etats ne seraient pas autorisés à commercialiser leurs fonds en Europe, en rappelant que le capital investissement européen – et notamment français – est importateur net de capitaux.

Enfin, ces dispositions sont contradictoires avec les dispositions de la directive *MIF* portant sur les règles du placement privé, qui autorisent les investisseurs qualifiés (notion plus large que celle d'investisseur professionnel) à souscrire aux parts de fonds fermé étrangers (Cf. Position AMF).

5. L'INSERTION D'UNE CLAUSE DE « GRAND-PERE »

Compte tenu des dispositions figurant dans les règlements des fonds de capital investissement existants, il convient de prévoir une clause de « grand-père » pour les structures qui ne font pas appel à l'effet de levier et dont les parts (ou actions) ne bénéficient pas d'un droit de rachat.

* *

*