

ABSENCE D'EFFET DE LEVIER AU NIVEAU DU FIA DE CAPITAL-INVESTISSEMENT DU FAIT DE L'INVESTISSEMENT EN OBLIGATIONS CONVERTIBLES ET BONS DE SOUSCRIPTIONS EN ACTIONS EMIS PAR DES SOCIÉTÉS NON COTÉES

Lors de notre réunion en date du 13 janvier 2014, vous nous avez interrogé sur l'effet de levier que procurerait au niveau d'un FIA de capital-investissement la détention d'obligations convertibles et en bons de souscriptions en actions émis par des sociétés non cotées.

Cette note établit que les obligations convertibles et les bons de souscription en actions émis par des sociétés non cotées n'ont pas d'effet de levier au niveau du FIA de capital-investissement.

A titre préliminaire

Les titres donnant accès au capital des sociétés non cotées tels que des obligations convertibles se distinguent clairement des instruments comme les warrants ou options sur des sous-jacents cotés.

Les titres donnant accès au capital des sociétés non cotées sont émis afin de structurer la répartition du capital en fonction de l'atteinte d'objectifs opérationnels ou de résultat.

Ainsi par exemple, des obligations convertibles souscrites par un fonds de capital-risque pourront être converties seulement si le lancement d'un produit n'est pas réalisé dans les temps prévus. D'autres, souscrites par un fonds de capital-développement, pourront perdre une partie de leur convertibilité si le rendement global de l'investissement du FIA a atteint un certain seuil.

Les instruments optionnels sur sous-jacents cotés (actions, futures, matières premières, etc.) sont d'une toute autre nature : ce sont des instruments à vocation strictement financière, émis pour acheter ou vendre de la volatilité sur le marché sous-jacent. Ces titres sont valorisés avec des méthodes de mathématiques financières (la plus commune étant la formule de Black & Scholes).

Ces titres sont généralement émis par des market-makers professionnels qui les achètent et vendent en permanence en équilibrant leur position avec des stratégies de « delta neutre » grâce à des arbitrages permanents sur les marchés cotés sous-jacents (ce qui bien évidemment est impossible sur une société non cotée).

Il s'agit donc là d'instruments d'arbitrage purs, dont l'acquisition ou la vente correspond à des prises de position sur la volatilité du sous-jacent, et qui sont intrinsèquement liés à la recherche d'une exposition amplifiée au sous-jacent.

Notons qu'il est impossible d'appliquer la formule de Black & Scholes à des obligations convertibles émises par une société non cotée.

Cette démarche d'investissement n'a aucun rapport avec l'utilisation, dans une démarche d'investissement non-coté, de titres donnant accès au capital dont la fonction est de permettre d'ajuster, à long terme, les détentions de capital entre les différents associés en fonction de l'atteinte d'objectifs opérationnels ou de rentabilité.

1. Absence d'effet de levier des obligations convertibles émises par des sociétés non cotées au niveau des FIA de capital investissement

Après avoir rappelé les caractéristiques juridiques et de fonctionnement des obligations convertibles émises par une société non cotées, veuillez trouver ci dessous les raisons pour lesquelles ces titres n'ont pas pour effet d'accroître l'exposition du FIA de capital investissement.

1.1. Définition juridique des obligations convertibles émises par des sociétés par actions non cotées

Les obligations convertibles émises par des sociétés non cotées sont des titres de capital au sens de l'article L 211-1 et de l'article L 212-1A du code monétaire et financier. Ceux-ci ont la particularité de pouvoir être convertis en actions en fonction de conditions définies dans le contrat d'émission.

Il s'agit donc de titres négociables (article L. 211-14 du Code monétaire et financier) que le détenteur soit un FIA ou tout autre entité.

1.2. Les obligations convertibles émises par des sociétés non cotées ne sont pas des emprunts au niveau du FIA mais de titres financiers

Les obligations convertibles sont donc des titres de capital. Elles sont éligibles à l'actif de fonds professionnels de capital investissement ou des fonds de capital investissement en tant que titres donnant accès au capital. Il s'agit de quasi-fonds propres car, étant convertibles en actions, elles donnent *in fine* accès au capital. Comme pour tout porteur de titres donnant accès au capital de sociétés par actions, l'exposition d'un FIA de capital-investissement à ces titres est limitée au montant qu'il a investi.

Il convient ici de faire la distinction entre l'actif du FIA, pour lequel les obligations convertibles constituent des titres éligibles en tant que titres donnant accès au capital, et le passif de la société non cotée, elle-même émettrice d'un emprunt obligataire.

A notre sens, les obligations convertibles émises par des sociétés non cotées sont effectivement un facteur d'accroissement de l'exposition, mais uniquement au niveau de la société émettrice.

En effet, lorsqu'elle est au passif de la société non cotée, les obligations convertibles correspondent à un emprunt obligataire au sens de de l'Annexe I du règlement délégué UE 231/2013 d'application de la directive AIFM qui répertorie les méthodes d'exposition d'un FIA. Ainsi, si un FIA émettait des obligations convertibles, il recourrait à de la dette et serait dès lors considéré comme ayant recours à du levier.

Toutefois, cette approche n'est pas applicable au cas des obligations convertibles émises par des sociétés non cotées qui se trouveront à l'actif du FIA.

Par ailleurs, il s'agit en l'occurrence d'obligations convertibles en actions et pas dans un autre actif.

Ces obligations convertibles en actions sont donc des **titres de capital** non cotés par définition et sont absolument distinctes des "emprunts convertibles", tels que visés par le point 3. de l'Annexe I du règlement délégué UE 231/2013, qui sont des **créances** (cf. article L.211-1 du CMF).

1.3. Modalités de fonctionnement des obligations convertibles

- L'investissement en obligations convertibles du FIA est limité au montant investi

La responsabilité du FIA de capital investissement, souscripteur d'obligations convertibles, est limitée au montant investi effectivement souscrit, c'est-à-dire investi dans ces titres, alors enregistrées à l'actif de son portefeuille.

Ainsi, tant que l'engagement du FIA de capital-investissement est limité au montant investi, les titres souscrits n'accroissent pas l'exposition du FIA de capital-investissement et restent donc en dehors de la notion de l'effet de levier au sens de la directive AIFM¹. L'analyse doit être menée en fonction des titres souscrits au cas par cas. Il est vrai que certains produits dérivés sont susceptibles d'accroître le montant des engagements du FIA. Ce type de produits dérivés n'entre pas dans la politique d'investissement des FIA de capital investissement, sauf exceptions rarissimes à traiter à notre sens au cas par cas.

- Le mécanisme de conversion conduit à limiter l'accroissement de l'exposition du FIA de capital investissement.

En effet, le FIA n'aura pas à investir plus d'argent pour convertir les obligations en actions puisqu'aucun coût n'est associé à la conversion. Le FIA n'est donc pas exposé pour un montant supérieur à ce qu'il a souscrit. Il ne peut pas davantage être tenu de prendre à sa charge des pertes éventuelles qui iraient au-delà de son investissement.

La conversion répond à des conditions spécifiques définies dans le contrat d'émission.

Lorsqu'elles sont converties, les obligations convertibles se transforment en actions pour lesquelles le FIA sera limité au montant investi correspondant au prix de souscription des obligations convertibles.

Lorsque les obligations convertibles ne sont pas converties, elles réduisent la volatilité de la performance. L'effet est donc opposé de celui du levier qui consiste au contraire à créer un effet multiplicateur (un levier) sur la performance d'ensemble.

- Les obligations convertibles vont sécuriser l'investissement réalisé par le FIA.

L'investissement en obligations convertibles va permettre au FIA d'avoir un rang prioritaire par rapport aux actionnaires de la société non cotées. Grâce à cet investissement, le FIA de capital-investissement sera donc moins exposé que s'il détenait des actions puisqu'il sera remboursé en priorité par rapport aux actionnaires.

- En outre, les obligations convertibles permettent au FIA de s'assurer un rendement minimum égal au taux d'intérêt des obligations convertibles (intérêts qui sont néanmoins souvent capitalisés et payable in fine).

¹ Au regard du droit français, le VI de l'article L. 214-24-20 reprend la définition figurant dans la directive AIFM et définit l'effet de levier comme « toute méthode par laquelle l'exposition du FIA est accrue, que ce soit par l'emprunt de liquidités ou d'instruments financiers, par des positions dérivées ou par tout autre moyen. »

- Enfin, ce type de titres financiers permet aussi de ne pas diluer les autres actionnaires de la société non cotées et notamment le management qui peut ainsi détenir une part plus importante du capital (actions) en ayant investi moins de fonds propres.

En conclusion, les obligations convertibles émises par des sociétés non cotées ne procurent pas d'effet de levier au niveau du FIA, ne relèvent pas de la définition des emprunts obligataires au sens de l'annexe I du règlement délégué et ne créent aucune exposition supplémentaire du FIA

2. Absence d'effet de levier des bons de souscription en actions émises par des sociétés non cotées au niveau des FIA de capital investissement

Les bons de souscription en actions (BSA) sont également des instruments financiers qui permettent de souscrire un nombre d'actions déterminée dont le prix est fixé à l'avance (prix d'exercice) et pendant une période définie. Le prix d'exercice des BSA est fixé dès l'émission de ces bons et celui-ci reste constant pendant toute la période d'exercice. Ces bons de souscription peuvent être soit autonomes, soit attachés à des actions ou à des obligations. De plus, les BSA ont une durée de vie limitée qui est égale à la période d'exercice fixée à l'avance.

S'agissant de l'absence d'effet de levier, le raisonnement est identique à celui des obligations convertibles. Dans l'hypothèse où il en aurait souscrits, l'exposition du FIA de capital investissement est limité au montant investi en BSA. Le FIA ne pourra donc pas perdre plus que ce qu'il a investi.

Le plus souvent ils sont souscrits par l'équipe de management de la société non cotée. C'est donc un moyen d'intéressement des managers à la réussite de leur entreprise.

Quand ils sont souscrits par le FIA, il s'agit d'un mécanisme défensif de protection à la baisse car les BSA ne seront exerçables que dans certaines conditions définies lors de l'émission.

On retrouve des BSA à l'actif des FIA de capital-innovation. Ils sont souvent souscrits pour accompagner le management de l'entreprise ou moduler la répartition du prix de vente finale de la participation en fonction de l'atteinte d'objectifs. La prise de risque est limitée dans la mesure où le FIA peut soit perdre le montant investi soit récupérer des actions à un prix fixé par avance.

A fortiori, l'impossibilité de calculer un delta sur un titre non coté ne permettrait pas d'évaluer une exposition du FIA. Si jamais on avait souhaité le faire : c'est mathématiquement infaisable.

Par conséquent, les BSA comme les obligations convertibles sur des sociétés non cotées n'ont absolument pas la même nature que les instruments optionnels cotés, n'accroissent pas le risque des souscripteurs, et ne créent aucun risque systémique. Leur détention par un FIA de capital-investissement ne doit donc pas avoir pour effet de requalifier ce FIA en FIA à effet de levier.