

Transposition de la directive AIFM

Les fonds de capital investissement ne font pas de levier

Préambule

A la suite de l'adoption de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatives, les Etats membres avaient jusqu'au 22 juillet 2013 pour transposer ce texte en droit national.

Le processus s'est accéléré lors de la publication du règlement délégué (C (2012) 8370 final). Un des sujets qui concerne la profession du capital investissement est l'interprétation du concept de levier et en lien avec les opérations de capital transmission.

La Commission européenne, depuis sa proposition initiale, tout comme l'ESMA, et comme l'a confirmé le règlement délégué, ont continuellement confirmé leur interprétation que les FIA de capital investissement ne font pas de levier. Comme cela a été reconnu par de nombreux états membres, l'interprétation faite par la Commission et l'ESMA doit prévaloir en vue de s'assurer que le niveau 1 du texte est respecté et mis en œuvre uniformément au sein de l'Union européenne.

Le financement au niveau de la holding d'acquisition d'une participation détenue dans le portefeuille du FIA ne peut pas être considéré comme du levier au niveau du FIA. La définition du niveau 1 de la Directive est claire en précisant que seule l'exposition au niveau du fonds est le levier.

Un prêt octroyé à une société holding d'acquisition n'est pas alloué au fonds et ne va ni juridiquement ni économiquement augmenter l'exposition du fonds : un tel prêt n'est pas destiné au fonds et n'est pas garanti par le fonds. De surcroît, la holding d'acquisition et la société opérationnelle forment économiquement une unité (participation détenue dans le portefeuille), en particulier comme dans beaucoup de cas la holding d'acquisition et la société opérationnelle seront fusionnées ou formeront une unité fiscale unique. Le risque de perte pour le FIA est toujours limité au montant investi en fonds propres ou quasi fonds propres de la participation. Aussi, les investisseurs ne sont pas soumis à plus d'exposition que leur investissement, qui est strictement limité à leur engagement dans le fonds. Il n'y a donc aucune raison pour traiter un prêt comme une exposition au niveau du fonds.

L'objectif de cette note est de démontrer pourquoi le niveau de levier de la holding d'acquisition ne peut être considéré comme du levier au niveau du fonds.

Inclure la dette au niveau de la participation dans la dette au niveau du fonds aboutirait à une consolidation de dettes injustifiée.

1. Niveau 1 de la directive AIFM

Le niveau 1 de la directive indique expressément au considérant 78 que :

« Il convient d'habiliter la Commission à adopter des actes délégués, conformément à l'article 290 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne lorsque la présente directive le prévoit explicitement. Il convient de déléguer à la Commission le pouvoir d'adopter des actes notamment afin de préciser les méthodes de levier définies dans la présente directive, y compris les structures financières et/ou juridiques impliquant des tiers contrôlés par le FIA concerné lorsque ces structures ont été spécifiquement créées pour créer un effet de levier directement ou indirectement au niveau du FIA. **Pour les fonds de placement privés [capital-investissement] et les fonds de capital-risque, notamment, cela signifie que l'effet de levier qui existe au niveau d'une société de portefeuille n'est pas destiné à être inclus lorsqu'il est fait référence à ces structures financières ou juridiques.** »

2. Règlement délégué (niveau 2)

Le règlement délégué de la Commission européenne est également très clair sur le sujet.

2.1. Section 2 – articles 6 – 8

L'article 6 « Dispositions générales concernant le calcul de l'effet de levier » pose comme élément essentiel l'exposition au niveau du fonds, comme suit :

« 1. Le levier d'un FIA est exprimé sous la forme d'un ratio entre **l'exposition de ce FIA et sa valeur nette d'inventaire.**

2. **L'exposition des FIA gérés** est calculée par les gestionnaires selon la méthode brute tel qu'indiqué à l'article 7 et selon la méthode du calcul de l'engagement tel qu'indiqué à l'article 8.

[...]

3. L'exposition attachée aux structures financières ou juridiques impliquant des tiers contrôlés par le FIA concerné est incluse dans le calcul de l'exposition lorsque les structures en question ont été spécifiquement créées pour augmenter l'exposition directement ou indirectement au niveau du FIA. Pour les FIA dont la politique principale en matière d'investissement consiste à acquérir le contrôle de sociétés ou d'émetteurs non cotés, **le gestionnaire n'inclut pas, dans le calcul de l'effet de levier, l'exposition existant au niveau de ces sociétés et émetteurs non cotés si le FIA ou le gestionnaire agissant pour le compte du FIA n'est pas tenu de prendre à sa charge les pertes éventuelles au-delà de son investissement dans ces sociétés ou émetteurs.**

4. Les gestionnaires excluent les accords d'emprunt contractés si ces derniers sont de nature temporaire et entièrement couverts par les promesses contractuelles d'apport de capitaux de la part des investisseurs du FIA.

5. Un gestionnaire dispose de procédures dûment documentées pour calculer l'exposition de chaque FIA qu'il gère selon la méthode brute et selon la méthode de l'engagement. Le calcul est appliqué invariablement au fil du temps. »



Comme indiqué ci-dessus l'article 6.3 précise que l'exposition existant au niveau de ces sociétés et émetteurs non cotés ne doit être inclus dans le calcul de l'effet de levier que si le FIA est tenu de prendre à sa charge les pertes éventuelles au-delà de son investissement dans ces sociétés.

Or, en tant qu'actionnaire classique, un fonds professionnel de capital investissement par exemple ne peut pas prendre à sa charge les pertes éventuelles au-delà de son investissement puisque son investissement est matérialisé par des instruments financiers émis par une société par actions et que sa responsabilité en tant que titulaire de ses instruments est strictement limité à ses apports.

Par ailleurs, au regard de l'article 6.4, même les emprunts directs par le fonds ne sont pas qualifiables de levier ou d'exposition lorsque l'emprunt est temporaire et intégralement couvert par des engagements des investisseurs ; donc a fortiori comment des emprunts qui ne sont pas faits par le fonds et qui ne contribuent pas à l'exposition du fonds, dans la mesure où l'exposition du fonds est limitée au capital investi et de toute façon couverte par les engagements des investissements, pourraient être considérés comme créant un effet de levier ?

2.2. Articles 7 et 8

Les articles 7 et 8 reprennent la même rédaction déjà dans leur intitulé respectif :

Article 7 « Méthode brute appliquée **au calcul de l'exposition du FIA** »

Article 8 « Méthode de l'engagement appliquée **au calcul de l'exposition du FIA** »

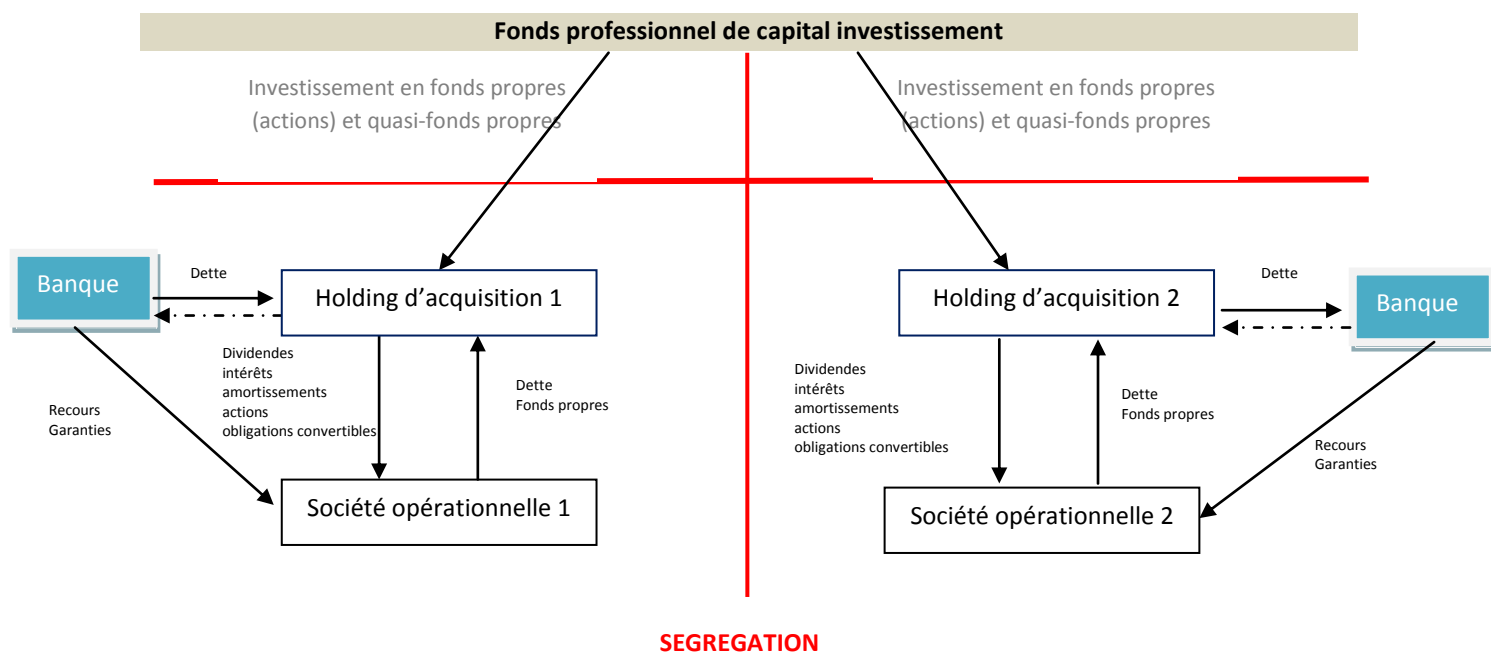
Aussi, les méthodes de calcul du levier de l'article 7 et particulièrement de l'article 8 sont fondées sur le postulat de supporter des pertes potentielles.

L'article 7 fait référence à l'article 19 de la directive pour le calcul de la valeur nette d'inventaire. En évaluant les participations détenues dans le portefeuille du fonds en application de cette disposition, toutes les positions de dette de la participation sont déjà déduites de son évaluation.

3. Description des opérations de capital-transmission

Le schéma ci-dessous vise à démontrer que dans le cas des fonds de capital investissement, il n’y a pas d’exposition (directe ou indirecte) à la dette des participations détenues dans le portefeuille.

Le fonds n’est pas exposé au-delà du capital investi.



3.1. Pourquoi l’opération de capital-transmission passe-t-elle par une holding d’acquisition ?

L’opération de capital-transmission est une opération qui permet à une ou plusieurs personnes (les repreneurs) d’acquérir une entreprise cible. La plupart du temps une société holding de reprise est créée pour l’occasion. Elle s’endettera pour financer pour partie l’acquisition de l’entreprise cible.

Le fait d’utiliser une société holding d’acquisition (« Holdco ») s’explique pour plusieurs raisons :

- la première raison est la prohibition faite aux entreprises de s’endetter pour l’acquisition de leurs propres titres. La constitution d’une Holdco est donc indispensable puisqu’il est impossible d’investir directement dans la société opérationnelle dans le cadre d’une telle opération, cette dernière ne pouvant s’endetter pour financer l’acquisition de ses propres titres (article L. 225-216 du code de commerce). En revanche, une jurisprudence constante depuis un arrêt de la Cour d’appel de Paris du 20 octobre 1980 déclare **licite la création d’une société financière ayant pour seul objet le rachat des titres d’une autre société**¹. Par ailleurs, la position du Conseil d’Etat est également claire sur l’interposition de holding et a validé depuis sa décision du 27 janvier 2011² la création d’une holding de rachat motivée par un intérêt financier, ce qui ne constitue donc pas un abus de droit fiscal ;
- en deuxième lieu, la constitution de Holdco est nécessaire à la structuration de l’opération, celle-ci servant de véhicule d’acquisition, nécessaire pour mettre en commun les intérêts (notamment

¹ CA Paris, 20 oct. 1980 : Revue sociétés, 1980, p. 774, note A. Viandier

² CE n° 320313 Epoux Bourdon

juridiques, financiers et fiscaux) des personnes qui s'associent pour réaliser l'opération, y compris le FIA (mais pas seulement : co-investisseurs, managers, etc.).

Ainsi, en contrôlant la Holdco (par la détention de 51% du capital et des droits de vote), le FIA peut ainsi contrôler la société opérationnelle visée avec un capital restreint. **C'est ce que l'on appelle l'effet de levier juridique ;**

- en troisième lieu, elle permet aussi de constituer l'effet de levier financier indispensable pour financer l'opération : la Holdco s'endette pour acquérir la société opérationnelle visée par l'opération, dette qui est destinée à être remboursée grâce aux revenus dégagés par la cible (pour schématiser, si le FIA met 50% du prix d'acquisition et que Holdco s'endette pour 50% du prix, cela permet au FIA d'augmenter sa part de détention dans Holdco en proportion du remboursement de la dette, mécaniquement, jusqu'à doubler sa mise quand la dette est complètement remboursée). **Ce mécanisme est appelé l'effet de levier financier ;**
- en quatrième lieu pour des raisons fiscales. L'opération de capital-transmission produit des effets sur l'ensemble des intervenants concernés :
 - o sur l'entreprise cible en réduisant la charge fiscale grâce à l'imputation sur ses bénéfices imposables des charges financières exposées par la structure d'acquisition au travers du régime de l'intégration fiscale et sur la Holdco en neutralisant le traitement des charges financières afférentes à l'acquisition. Ainsi, il ne s'agit pas d'une holding pure dont le seul rôle serait de détenir les titres de la société opérationnelle visée par l'opération. Elle devient la société animatrice du groupe dont elle est la tête de l'intégration fiscale. Une des conséquences de cette activation de Holdco est que les intérêts d'emprunts sont déductibles en partie. **C'est ce qu'on appelle l'effet de levier fiscal ;**
 - o sur les investisseurs lorsque l'opération de capital-transmission est réalisée par un fonds de capital investissement ;
- Enfin, ce mécanisme conduit à réduire le risque de perte de l'investisseur, la responsabilité des actionnaires d'Holdco (au nombre duquel le FIA) étant limitée à leur apport.

3.2. Absence d'impact de la dette sur le FIA

En vue de l'acquisition d'une société, le fonds professionnel de capital investissement investit généralement dans une holding laquelle à son tour acquiert le capital de la société opérationnelle. La dette est utilisée au niveau de la société opérationnelle ou au niveau de la holding d'acquisition. Chaque participation supporte sa propre dette sans effet sur l'exposition du FIA.

La dette n'est pas garantie par le FIA, chaque société ayant garanti sa propre dette. Ceci signifie qu'en cas de défaut par une participation, il n'y aura pas d'impact sur les autres participations du FIA, ni dans le fonds ni au niveau de ses porteurs de parts.

Les FIA de capital investissement ont une durée de vie longue (d'au moins 10 ans). Ce sont des fonds fermés qui n'offrent pas à leurs investisseurs la possibilité de demander de remboursement de leurs parts. La maturité de l'engagement du capital est calée sur la durée de vie de l'investissement réalisé.

Le FIA est limité dans son investissement au montant en capital investi dans la participation. Dans ces conditions, en cas de perte au niveau de la participation, le FIA ne pourra pas perdre plus que ce qu'il aura investi. L'évaluation de la participation pourra subir le cas échéant une décote pouvant aller jusqu'à afficher une valeur égale à zéro mais cette valeur ne pourra en cas être négative.

Les FIA de capital investissement vont répartir leur risque en investissant dans différentes participations. De plus, les investisseurs en capital investissement diversifient leurs investissements au travers plusieurs fonds de



capital-investissement comprenant potentiellement un nombre important de participations dans chaque portefeuille.

Enfin, nous vous rappelons que les participations détenues dans le portefeuille d'un FIA de capital investissement sont des entreprises exerçant une activité commerciale ou industrielle.

*

*

*

En conclusion, les FIA de capital investissement n'ont pas de levier. Conformément à l'article 6. 3 du règlement délégué de la Commission européenne, **le gestionnaire de fonds de capital investissement n'inclut pas, dans le calcul de l'effet de levier, l'exposition existant au niveau des participations non cotées détenues dans le portefeuille du FIA.** Nous vous rappelons également que cette approche est celle qui a été retenue dans tous les pays ayant transposé la directive AIFM.