

ALTERNATIVE INVESTMENT FUNDS—E-NEWS

QUESTIONS DE FONDS

N°6 – AVRIL 2013



GUILLAUME CAVALIN

DIRECTIVE AIFM, LE COMPTE À REBOURS !

22 juillet 2013 ! La date butoir de la transposition de la directive AIFM approche à grands pas.

Toutefois, avant de pouvoir utiliser les nouveaux mécanismes offerts par cette directive, les sociétés de gestion existantes vont devoir passer par la case AMF afin de faire le point sur leur statut.

Quelle est la procédure encadrant le passage au nouveau régime pour les sociétés de gestion existantes ?

Dans un guide publié le 16 avril dernier, l'AMF indique avoir opté pour la consultation des sociétés de gestion existantes. Pour ce faire, l'AMF leur envoie actuellement un courrier les interrogeant sur différents points :

- 1/ Se situent-elles au-dessus des seuils de la directive AIFM¹ ? Dans l'affirmative, sont-elles en conformité avec les dispositions issues de la directive AIFM ?

1 Est soumise de plein droit au régime de la directive AIFM une société de gestion gérant des FIA dont la valeur totale des actifs est supérieure à :

- 100.000.000 euros, et les FIA ont recours à l'effet de levier,
- 500.000.000 euros, les FIA sont fermés pendant au moins 5 ans et n'ont pas recours à l'effet de levier.

- 2/ Se situent-elles en-dessous des seuils de la directive AIFM ? Dans l'affirmative, souhaitent-elles opter volontairement pour le régime issu de la directive AIFM ?
- 3/ Bénéficient-elles d'un régime dérogatoire² ?

Ce courrier contiendra :

- une lettre explicative de l'AMF,
- le guide AIFM de l'AMF publié le 16 avril 2013,
- la nouvelle trame de la grille d'agrément,
- un bulletin-réponse à retourner à l'AMF et permettant de répondre aux 3 questions mentionnées ci-dessus.

Ce bulletin-réponse consistera notamment pour les sociétés de gestion à prendre des engagements déclaratifs aux termes desquels elles confirmeront respecter les nouvelles règles issues de la directive AIFM (cf. section « Quel est le calendrier ? » pour plus de détails).

S'agissant de la nouvelle trame de la grille d'agrément, la transposition de la directive AIFM aura les conséquences suivantes :

- (i) Mise en place d'un seul statut de société de gestion de portefeuille. Toutefois, l'agrément dépendra du périmètre des activités :
- soit la gestion d'OPCVM au sens de la directive 2009/65/CE³ ;
 - soit la gestion de FIA au sens de la directive 2011/61/UE⁴ ;
 - soit la gestion de portefeuille pour compte de tiers au sens de la directive 2004/39/CE⁵, c'est-à-dire la gestion de portefeuilles individuels.

Concernant la gestion de FIA, la nouvelle trame de la grille d'agrément prévoit 3 cas :

- la société de gestion est soumise à l'application de la directive AIFM (soit parce qu'elle est au-dessus des seuils mentionnés ci-dessus, soit parce qu'elle a opté pour le régime issu de la directive AIFM) ;

- la société de gestion n'est pas soumise à l'application de la directive AIFM (= elle est en-dessous des seuils mentionnés ci-dessus, et n'a pas opté pour le régime de la directive AIFM) ;
- la société de gestion agit dans le cadre du régime dérogatoire mentionné ci-dessus.

S'agissant de la terminologie, le terme OPCVM sera désormais réservé aux OPCVM agréés conformément à la directive 2009/65/CE.

- (ii) Concernant la section « Instruments autorisés », la nouvelle trame de la grille d'agrément opère un « toilettage » partiel de la terminologie en faisant référence aux produits suivants :

- OPCVM et FIA européens ouverts à une clientèle non professionnelle,
- FIA européens destinés à une clientèle professionnelle et FIA des pays tiers.

Quel est le calendrier ?

22 juillet 2013 : date limite pour les sociétés de gestion **existantes** pour renvoyer à l'AMF la nouvelle grille d'agrément dûment complétée.

Dans l'hypothèse où à cette date les sociétés de gestion existantes respectent les règles issues de la directive AIFM, elles renvoient à l'AMF le bulletin-réponse de mise en conformité.

Sur cette base déclarative, le Collège de l'AMF donnera ou non son agrément, étant entendu que l'AMF se réservera la possibilité de demander des informations complémentaires notamment en ce qui concerne les fonds propres de la société de gestion, ainsi que la politique de gestion des risques mise en place par cette dernière.

Si la mise en conformité n'a pas pu être réalisée pour le 22 juillet 2013, les sociétés de gestion pourront toutefois continuer à créer des fonds, mais ne pourront pas

2 Cela vise les sociétés de gestion totalement exclues du champ de la directive, notamment celles qui gèrent un ou plusieurs FIA dont les investisseurs sont exclusivement des entités du groupe de la société de gestion (sauf si un investisseur de ces FIA est un FIA lui-même).

3 Directive OPCVM coordonnés.

4 Directive AIFM.

5 Directive MIF.

bénéficiaire du nouveau passeport européen pour leur commercialisation.

22 juillet 2014 : date limite dérogatoire si au 22 juillet 2013 les sociétés de gestion n'ont pas finalisé leur processus de mise en conformité avec les règles issues de la directive AIFM.

- (i) S'agissant des sociétés de gestion se situant **au-dessus** des seuils mentionnés ci-dessus, cela constitue la date limite à laquelle elles doivent renvoyer à l'AMF le bulletin-réponse par lequel elles déclarent respecter les règles issues de la directive AIFM.
- (ii) S'agissant des sociétés de gestion se situant **en-dessous** des seuils mentionnés ci-dessus, cela constitue la date limite pour opter pour le régime issu de la directive AIFM et renvoyer le bulletin-réponse par lequel elles déclarent respecter les règles issues de la directive AIFM.

Dans ces deux hypothèses le Collège de l'AMF donnera ou non son agrément sur la base de l'analyse de chaque bulletin-réponse retourné. A l'instar de ce qui est prévu pour les sociétés de gestion qui auront renvoyé le bulletin-réponse pour le 22 juillet 2013, l'AMF se réservera la possibilité de demander des informations complémentaires (fonds propres, politique de gestion des risques, etc.).

23 juillet 2014 : à partir de cette date, les sociétés de gestion (i) se situant **au-dessus** des seuils mentionnés ci-dessus et (ii) se situant **en-dessous** des seuils mentionnés ci-dessus mais qui souhaitent opter pour le régime issu de la directive AIFM, devront déposer un dossier d'agrément conformément à la procédure et aux modalités prévues dans l'instruction AMF n°2008-03.

Quelles sont les dispositions transitoires prévues par la directive AIFM ?

Comme indiqué ci-dessus, les sociétés de gestion qui gèrent actuellement des FIA ont jusqu'au 22 juillet 2014 pour se conformer aux dispositions issues de la directive AIFM.

Ainsi, une société de gestion se situant au-dessus de seuils et qui relève donc de la directive, mais qui n'est pas totalement conforme à la directive au 22/07/2013, pourra

continuer à recueillir des souscriptions, gérer ses fonds et même lancer de nouveaux fonds. Toutefois, elle devra être conforme à la directive au plus tard le 22/07/2014.

Enfin, la directive AIFM prévoit deux exceptions à l'obligation de se conformer à la directive :

- les sociétés de gestion qui gèrent des FIA de type fermé (soit notamment des fonds de private equity) avant le 22 juillet 2013 et ne réaliseront pas d'investissements supplémentaires après le 22 juillet 2013, peuvent continuer à gérer de tels FIA sans agrément au titre de la directive AIFM.
- les sociétés de gestion qui gèrent des FIA de type fermé dont la période de souscription sera terminée avant le 22 juillet 2013 et sont constitués pour une période expirant au plus tard le 22 juillet 2016, peuvent continuer à gérer de tels FIA sans devoir satisfaire aux dispositions de la directive AIFM, à l'exception de celles relatives au rapport annuel et aux prises de participation et de contrôle.

Jones Day organise un second séminaire consacré à la Directive AIFM le 13 juin 2013
(rubrique séminaires – conférences ci-après)

ACTUALITÉS FISCALES

ISF 2013 : quand déclarer son patrimoine ? Quand investir pour réduire son ISF ?

Il convient de distinguer entre deux situations :

- ISF dû par les contribuables ayant un patrimoine net taxable supérieur à 1,3 million d'euros et inférieur à 2,57 millions d'euros et tenus à l'obligation de déclarer leurs revenus en France :

La date limite de dépôt de la déclaration de revenus papier est fixée au lundi 27 mai 2013 à minuit. Dans cette déclaration, le contribuable devra également indiquer la valeur nette taxable de son patrimoine et n'aura plus à remplir de déclaration de patrimoine spécifique.

Toutefois, si les contribuables choisissent de déclarer leurs revenus via Internet, ils bénéficieront d'un délai

supplémentaire déterminé en fonction du département de leur résidence principale.

- (i) le 3 juin 2013 à minuit pour les habitants des départements numérotés de 01 à 19,
- (ii) le 7 juin 2013 à minuit pour les habitants des départements numérotés de 20 à 49,
- (iii) le 11 juin 2013 à minuit pour les habitants des départements numérotés de 50 à 974.

La nouveauté par rapport aux précédentes campagnes réside dans le fait que les justificatifs des dépenses ouvrant droit à avantages fiscaux n'ont plus à être joints à la « déclaration papier », les contribuables devant seulement les conserver à la disposition de l'Administration fiscale pendant une période de 3 ans.

L'ISF devra être payé au plus tard le 16 septembre 2013 après réception du rôle.

- ISF dû par les contribuables ayant un patrimoine net taxable supérieur ou égal à 2,57 millions d'euros.

La date limite de dépôt de la déclaration d'ISF **accompagné de son paiement** est fixée au lundi 17 juin 2013⁶.

Concrètement, cela signifie que les personnes assujetties à l'ISF au titre de 2013 et qui souhaiteraient le réduire en investissant dans des PME (dans le cadre de l'article 885-0 V bis du CGI) devront réaliser leurs versements comme suit :

- au plus tard le 27 mai 2013 si leur patrimoine net taxable est supérieur à 1,3 million d'euros et inférieur à 2,57 millions d'euros, sauf s'ils déclarent leurs revenus via Internet,
- au plus tard le 17 juin 2013 si leur patrimoine net taxable est supérieur ou égal à 2,57 millions d'euros. Toutefois, le code général des impôts mentionnant comme date limite celle du 15 juin, il est vivement recommandé de réaliser son versement au plus tard le 15 juin.

ACTUALITÉS

Rapport Berger – Lefebvre sur la réforme de l'épargne financière

Le rapport rejette tout d'abord l'idée de nouveaux produits et de nouvelles incitations fiscales. Au contraire, il prône la stabilité fiscale et sociale des produits d'épargne pour la durée du quinquennat. Toutefois, il recommande de généraliser les prélèvements sociaux (CSG, CRDS et autres prélèvements) actuellement de 15,5% à l'ensemble de l'épargne financière (hors épargne réglementée) et prévoit de nouvelles règles en matière de fiscalité de l'assurance vie.

a) Sur l'**épargne réglementée**, il recommande :

- de maintenir les avantages fiscaux et sociaux,
- d'orienter une partie supplémentaire vers le financement des entreprises et des infrastructures.

Mais le rapport ne précise pas quelle partie devrait être affectée à de tels financements, quels seraient les financements visés et comment ceux-ci seront sélectionnés et gérés de manière à répondre aux exigences de liquidité.

b) Sur le **capital investissement**, il note :

- que la réduction d'IR ou d'ISF à l'entrée des FCPI et FIP a un effet pervers (qui aurait été souligné par tous les professionnels, y compris les gérants de fonds d'investissement auditionnés dans le cadre du rapport !),
- la dépendance très forte du capital risque et du capital développement aux soutiens publics (CDC E et FSI),
- les coûts de gestion jugés trop élevés par les institutionnels par rapport aux perspectives de performance et au niveau du risque offert notamment par le capital-risque,
- une insuffisance de taille des fonds et un trop grand nombre d'équipes.

6 Toutefois, le code général des impôts prévoit que cette date est le 15 juin de chaque année !

Il recommande :

- le maintien de l'exonération des plus-values des FCPR fiscaux et des SCR, accordé aux personnes physiques ainsi que celui sur les actions de JEI,
- une meilleure allocation des fonds collectés via les FCPI et FIP,
- de renouveler et préciser les engagements pris par le passé par le secteur de l'assurance vie.

On peut s'interroger sur l'effet pervers de l'avantage à l'entrée des FCPI et FIP dénoncé dans le rapport. En effet, peut-on imaginer que des investisseurs personnes physiques vont investir dans des produits risqués et pas liquides s'ils n'y sont pas incités fiscalement ? D'ailleurs, la baisse corrélative de la collecte des FIP et des FCPI et du taux de réduction d'IR n'en est-il pas la preuve ? Au contraire, ne doit-on pas réserver les avantages fiscaux aux investissements qui (i) financent l'économie réelle et (ii) qui sont risqués ? Et même, est-il légitime d'inciter le particulier à investir dans de tels produits si un avantage fiscal ne compense pas le risque qu'il prend ?

Par ailleurs, le rapport prône une meilleure allocation des fonds collectés par les FCPI et FIP. Mais il ne dit pas comment. L'objectif, s'il consiste à alléger et rationaliser la vingtaine de règles que doivent respecter les cibles financées, est louable. Mais aucune indication ne nous est donnée dans le rapport.

Sur les FCPR allégés, plus que les coûts de gestion, c'est la performance moyenne du capital-risque qui détourne les investisseurs, notamment institutionnels, de cette classe d'actifs. Or, aucun chiffre ne figure dans le rapport sur la performance du capital-investissement, ce qui ne peut que surprendre. Par ailleurs, la seule solution proposée pour conduire les investisseurs à financer le capital-risque et le capital développement est de renouveler les engagements pris par les assureurs. Mais quand on sait que cet engagement a été globalement un échec, on s'en étonne (surtout que désormais les assureurs sont contraints de respecter des règles de solvabilité plus strictes). Il est regrettable qu'aucune solution ne soit proposée pour créer des fonds plus importants (comme les fonds « evergreen ») ou pour amener des investisseurs autres que les assureurs, comme les grandes entreprises, à s'intéresser à cette classe d'actifs.

c) **Sur l'accès des particuliers et des entreprises aux PME**, le rapport soutient :

- la mise en place d'un PEA PME, mais tout en ne donnant aucune indication sur le fonctionnement de ce PEA PME,
- de clarifier les droits des actionnaires en mettant à l'abri les PME et ETI des décisions préjudiciables de leurs actionnaires et cela afin d'inciter ces dernières à ouvrir leur capital. Mais rien n'est dit sur la manière de protéger ces particuliers et entreprises : comment ont-ils accès aux PME/ETI ? Faut-il réformer les règles sur l'offre au public ? Quelle transparence et garantie sera donnée par les PME à ces actionnaires ?

d) C'est en matière d'**assurance vie**, que le rapport est le plus complet. Il propose de maintenir les régimes fiscaux et sociaux de l'assurance vie mais en les aménageant dans les conditions suivantes :

- mettre en place un nouveau contrat appelé « Euro Croissance » davantage orienté vers le financement des PME et ETI dont le capital cumulé ne serait garanti qu'à une échéance fixée par le contrat,
- garantir l'antériorité fiscale des contrats existants qui seraient transformés en contrats Euro Croissance (sur le modèle de l'amendement Fourgous de 2005),
- sur les contrats en euros : le régime fiscal et social serait réservé aux contrats de moins de 500.000 euros,
- au-delà de ce montant, la fiscalité de l'assurance vie serait réservée aux contrats en UC ou aux nouveaux Euro Croissance, sous réserve que ces contrats contiennent des compartiments obligatoires en direction des PME et du financement du logement intermédié,
- pour les nouveaux contrats, le régime fiscal et social ne serait maintenu que si ces nouveaux contrats ont des durées plus longues,
- les produits des versements de moins de 4 ans seraient imposés au barème de l'IR (contre 35% actuellement).

Assises de l'entrepreneuriat

Le 9 avril dernier, les assises de l'entrepreneuriat ont remis au ministre Fleur Pellerin leurs 44 propositions.

L'objectif est de faire remonter au Gouvernement un ensemble de propositions de nature à créer une mobilisation entrepreneuriale de grande ampleur dans le pays.

Ces propositions sont le résultat d'une étroite coopération entre entrepreneurs, organisations patronales et syndicales et représentants des ministères.

Parmi les neuf groupes de travail, un groupe visait à « Asseoir un cadre fiscal durable pour l'entrepreneur ». Piloté par Marie Ekeland et Michel Taly, ce groupe de travail comptait parmi ses membres **Me Daniel Schmidt**.

CVAE – Décision du Conseil constitutionnel

Le Conseil constitutionnel a été saisi le 28 décembre 2012 par le Conseil d'État d'une question prioritaire de constitutionnalité s'agissant de la taxe additionnelle à la contribution sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE).

Pour mémoire, cette taxe est prévue par l'article 1600 du Code général des impôts, et remplace depuis la loi de finances pour 2010 la cotisation minimale de taxe professionnelle des entreprises (et en particulier des SCR) dont le chiffre d'affaires étaient supérieur à 7,6 millions d'euros.

Dans une décision du 28 mars 2013, le Conseil constitutionnel a jugé contraire à la Constitution les huit premiers alinéas du paragraphe III de l'article 1600 du Code général des impôts, dans leur rédaction antérieure à la loi de finances rectificative pour 2012 du 16 août 2012, au motif que cet article ne prévoyait pas de modalités de recouvrement de la taxe.

Le Conseil constitutionnel a en effet conclu qu'en « omettant de définir les modalités de recouvrement de la taxe additionnelle à la CVAE, le législateur a méconnu l'étendue de la compétence qu'il tient de l'article 34 de la Constitution ».

La décision du Conseil constitutionnel a pris effet à compter de sa date de publication, à savoir le 28 mars 2013.

Toutefois, la décision du Conseil constitutionnel précise que cette déclaration d'inconstitutionnalité « ne peut être invoquée qu'à l'encontre des impositions contestées avant le 11 juillet 2012 », date à laquelle le législateur a précisé les modalités de recouvrement de la taxe.

Encadrement et transparence des frais et commissions prélevés : nouveau règlement de l'Autorité des normes comptables

Depuis plusieurs années, les « véhicules » éligibles à la réduction d'IR et d'ISF sont tenus d'afficher un niveau de frais maximum dit « TFAM ». Cela concerne les FCPI et FIP, les holdings ISF et également les souscriptions directes dans des PME dès lors qu'elles ont lieu dans le cadre d'un mandat (de gestion ou de conseil).

La réglementation sur la transparence des frais prévoit notamment que doivent figurer en annexe des comptes annuels le taux de frais annuel moyen maximum (distributeur et gestionnaire et par nature).

L'Autorité des normes comptables a adopté un nouveau règlement (règlement n°2012-06 du 30 novembre 2012) qui vient préciser le contenu de cette annexe.

ACTUALITÉS EUROPÉENNES

Directive AIFM – Publication du règlement délégué

Le 22 mars 2013, le règlement délégué n°231/2013 de la Commission européenne en date du 19 décembre 2012 a été publié au Journal Officiel de l'Union Européenne.

Ce règlement délégué complète la directive AIFM en ce qui concerne notamment :

- le calcul des actifs gérés par un gestionnaire de FIA,
- le franchissement occasionnel de seuils (s'agissant des actifs gérés),
- les conditions générales d'exercice applicables aux gestionnaires de FIA (notamment gestion des conflits d'intérêts, gestion des risques, exigences organisationnelles),

- les dépositaires,
- l'effet de levier, et
- les exigences de transparence (notamment rapport annuel, communications aux investisseurs).

Ce règlement délégué est entré en vigueur le 11 avril 2013, et s'appliquera à compter du 22 juillet 2013.

Règlement relatif aux fonds de capital-risque

Depuis la fin des années 90, la Commission européenne agit afin de promouvoir les investissements transfrontaliers des fonds de capital-risque.

Le premier pas a été réalisé par la publication d'une communication en date du 21 décembre 2007 intitulée « Eliminer les obstacles aux investissements transfrontaliers des fonds de capital-risque ». Bien que n'ayant aucune vocation contraignante, cette communication prévoyait que par application du principe de reconnaissance mutuelle, un fonds de capital-risque établi dans un Etat membre pourrait être reconnu dans d'autres Etats membres comme équivalent à leurs fonds de capital-risque nationaux, sans être obligé d'avoir un établissement séparé dans chaque Etat membre.

Puis, le 15 juin 2011, les services de la Commission européenne ont lancé une consultation publique sur les éléments essentiels d'un éventuel cadre européen pour les fonds de capital-risque. Cette consultation a pris fin le 10 août 2011 et a permis à la Commission européenne de publier le 7 décembre 2011 une proposition de règlement relatif aux fonds de capital-risque européens (= fonds « EuVECA »).

Suite à la position du Parlement européen arrêtée en 1^{ère} lecture le 12 mars 2013, le Conseil a adopté le 21 mars 2013 le règlement relatif aux fonds de capital-risque européens (« **Règlement** ») qui entrera en vigueur le 22 juillet 2013.

Le Règlement vise à permettre aux fonds de capital-risque de mobiliser plus facilement des capitaux dans l'ensemble de l'Europe, au bénéfice des entreprises en phase de démarrage.

A noter que le Règlement est complémentaire de la directive AIFM (dont la date de transposition dans le droit national des Etats membres est le 22 juillet 2013).

En effet, le Règlement offre un passeport européen de commercialisation aux gestionnaires qui gèrent des fonds fermés n'ayant pas recours à l'effet de levier, et qui ont au total moins de 500 millions d'euros sous gestion.

Toutefois, à la différence de la directive AIFM qui est d'application obligatoire pour les gestionnaires remplissant certains critères, le Règlement ne prévoit qu'un régime optionnel. En d'autres termes, les gestionnaires peuvent discrétionnairement décider d'avoir ou non recours au statut « EuVECA » (cf. point 2/ ci-dessous pour les conditions devant être remplies par ces fonds).

1/ Quels sont les avantages liés au statut « EuVECA » ?

- Le gestionnaire peut commercialiser et offrir les parts ou actions d'un fonds bénéficiant du statut « EuVECA » dans tous les Etats membres de l'Union européenne, et ce sans être requis de se conformer aux règles nationales de placement et de commercialisation.
- Le statut « EuVECA » sera une indication pour les investisseurs concernant la qualité du gestionnaire et du fonds, et donc améliorera la visibilité d'un gestionnaire lors de sa levée de fonds. A cet effet, le considérant (52) prévoit que le Règlement devrait aider le Fonds Européen d'Investissement (« FEI ») à déterminer quels fonds de capital-risque sont de possibles cibles pour ses investissements, et conclut en indiquant que l'investissement du FEI dans des fonds ayant le statut « EuVECA » doit être encouragé.

2/ Quelles sont les obligations posées par le Règlement ?

- Enregistrement du gestionnaire de fonds « EuVECA »

Afin de pouvoir bénéficier du passeport offert par le Règlement s'agissant d'une partie ou de tous les fonds qu'il gère, le gestionnaire doit être enregistré auprès de l'autorité compétente de son Etat membre d'origine. Pour ce faire, il doit remplir les conditions suivantes :

- être établi dans l'Union européenne,
- le montant des actifs des fonds qu'il gère ne dépasse pas 500 millions d'euros,

- (iii) être soumis au régime allégé de la directive AIFM (= à savoir être simplement enregistré auprès de son autorité de surveillance et non agréé par cette dernière car se situant en-dessous des seuils fixés par la directive AIFM),
- (iv) dans le cadre de la gestion de fonds « EuVECA », agir avec compétence et diligence, prévenir les pratiques irrégulières, exercer ses activités pour promouvoir au mieux les intérêts des fonds qu'ils gèrent et des personnes qui y investissent, faire preuve de diligence dans le choix et le suivi des investissements réalisés.

- Conditions devant être remplies au niveau du fonds

Afin de pouvoir bénéficier du statut « EuVECA », un fonds doit remplir les conditions suivantes :

- (i) être un FIA au sens de la directive AIFM,
- (ii) être établi sur le territoire d'un Etat membre,
- (iii) avoir l'intention d'investir au moins 70% du total de ses apports en capital et de son capital souscrit non appelé en actifs qui sont des Investissements Eligibles.

Aux termes du Règlement, les **Investissements Eligibles** sont les instruments suivants :

- les instruments de capitaux propres ou de quasi-capitaux propres qui sont notamment émis par une Entreprise de Portefeuille Eligible ou une entreprise dont l'Entreprise de Portefeuille Eligible est une filiale où elle détient une participation majoritaire,
- les prêts avec ou sans garantie consentis par le fonds « EuVECA » à une Entreprise de Portefeuille Eligible, dans laquelle il détient déjà des instruments éligibles, pourvu qu'il ne soit pas consacré à de tels prêts plus de 30% de la somme des apports en capital et du capital souscrit non appelé du fonds,
- les actions d'une Entreprise de Portefeuille Eligible acquises auprès des actionnaires existants de cette entreprise,

- les parts ou actions d'un ou plusieurs autres fonds « EuVECA », pour autant que ceux-ci n'aient pas eux-mêmes investi plus de 10% du total de leurs apports en capitaux et de leur capital souscrit non appelé dans des fonds « EuVECA ».

Aux termes du Règlement, une **Entreprise de Portefeuille Eligible** est une entreprise qui remplit les conditions suivantes :

- à la date où elle fait l'objet d'un investissement par le fonds « EuVECA », elle n'est pas admise à la négociation sur un marché réglementé ou dans un système multilatéral de négociation, et répond à la définition de la PME communautaire⁷,
- ne pas être elle-même un FIA, un établissement de crédit, une entreprise d'investissement, une entreprise d'assurance, une compagnie financière holding, ou une compagnie holding mixte (tels que ces termes sont définis par le Règlement),
- être établie sur le territoire d'un État membre, ou dans un pays tiers pour autant notamment que ce dernier ne figure pas sur la liste des pays et territoires non coopératifs du GAFI⁸.

- (iv) ne pas utiliser plus de 30% de la part totale de ses apports en capital et du capital souscrit non appelé pour l'acquisition d'actifs autres que des Investissements Eligibles.

A noter que le considérant (23) du Règlement prévoit que pour veiller à ce que les fonds « EuVECA » ne contribuent pas au développement de risques systémiques et que leurs activités d'investissement se focalisent sur le soutien aux Entreprises de Portefeuille Eligibles, l'effet de levier au niveau du fonds ne devrait pas être autorisé.

En d'autres termes, les gestionnaires de fonds « EuVECA » ne devraient être autorisés à effectuer des emprunts, émettre des titres de créance ou fournir des

⁷ A savoir une entreprise remplissant les conditions suivantes : (i) moins de 250 personnes, et (ii) un chiffre d'affaires annuel qui n'excède pas 50 millions d'euros ou un total du bilan annuel qui n'excède pas 43 millions d'euros.

⁸ A savoir le groupe d'action financière de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme.

garanties, au niveau du fonds « EuVECA », qu'à la condition que ces emprunts, titres de créances ou garanties soient couverts par des engagements non appelés et n'augmentent donc pas l'exposition du fonds au-delà de son capital souscrit.

- Conditions devant être remplies par les investisseurs d'un fonds « EuVECA »

Selon le Règlement, les parts ou actions des fonds « EuVECA » ne peuvent être commercialisés qu'auprès de certains investisseurs, à savoir :

- (i) ceux étant des clients professionnels au sens de la directive MIF ou ceux ayant demandé à être traités comme tels,
- (ii) ceux qui s'engagent à investir un minimum de 100.000 euros, et qui déclarent par écrit qu'ils sont conscients des risques liés à l'engagement ou l'investissement envisagé,
- (iii) les cadres, les directeurs ou les employés engagés dans la gestion d'un gestionnaire de fonds « EuVECA » lorsqu'ils investissent dans les fonds « EuVECA » qu'ils gèrent.

Livre vert de la Commission européenne sur le financement à long terme de l'économie européenne

Le 25 mars 2013, la Commission européenne a adopté un livre vert qui lance une consultation publique jusqu'au 25 juin 2013 sur la manière d'accroître l'offre de financement à long terme et d'améliorer et de diversifier le système d'intermédiation financière pour l'investissement à long terme en Europe.

Dans son communiqué de presse, la Commission européenne indique que les « investissements à long terme correspondent à des dépenses qui accroissent la capacité productive de l'économie. Il peut s'agir d'investissements dans des infrastructures énergétiques, de transport ou de communication, dans des infrastructures industrielles ou de services, dans des technologies liées au changement climatique ou à l'éco-innovation, ou bien d'investissements dans l'éducation ou la recherche et le développement ».

Or, il n'a échappé à personne que la crise financière a réduit la capacité des banques à prêter à long terme,

celles-ci étant contraintes à se désendetter afin de corriger les excès passés.

L'objet de ce livre vert est donc de lancer un large débat en Europe s'agissant du financement d'investissements à long terme qui est traditionnellement la chasse gardée des banques. Ainsi, il pourrait être imaginé un système plus diversifié laissant plus de place au financement direct par les marchés de capitaux et à l'intervention des investisseurs institutionnels et des marchés financiers alternatifs.

S'agissant des investisseurs institutionnels, cela vise notamment les entreprises d'assurance et d'assurance-vie, les organismes de placement collectif, les fonds de pension, les fonds de dotation, mais également les fonds souverains, les fonds d'infrastructure spécialisés, et dans une certaine mesure les fonds de capital-investissements et de capital-risque.

En effet, du fait de la longue échéance de leurs passifs, les investisseurs institutionnels sont en principe en mesure d'acquérir des actifs productifs à long terme en vue de les détenir à longue échéance, obtenant ainsi des rendements plus élevés en contrepartie des risques à plus long terme et de la moindre liquidité d'une grande partie de ces actifs.

Toutefois, en raison de l'adoption de nouvelles règles prudentielles issues de la directive Solvabilité II, la capacité des entreprises d'assurance à réaliser des financements à long terme pourrait à terme être entravée, ou du moins limitée.

De même, la Commission européenne envisage de réviser la directive concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, afin notamment de renforcer la protection des affiliés et à faciliter les activités transfrontalières dans ce secteur. Rien ne permet d'anticiper que cette révision n'affectera la capacité des fonds de pension de participer à des financements à long terme.

A ces contraintes prudentielles et réglementaires, s'ajoutent le fléchissement de l'activité économique qui pourrait amener les investisseurs institutionnels à se montrer plus prudents s'agissant du financement à long terme.

Actuellement, l'exposition moyenne aux actifs d'infrastructures des investisseurs institutionnels reste faible comparée à la part de leur portefeuille consacrée à l'immobilier et

aux besoins réels d'investissement dans l'infrastructure. Or, la grande échelle des projets d'investissement à long terme peut poser des problèmes aux investisseurs institutionnels en termes de gestion des risques et de diversification.

Une solution a été proposée par la Commission européenne dans le cadre d'une communication en date du 3 octobre 2012 (« Action-clé n°6 ») : la création d'un nouveau véhicule de type « fonds d'investissement à long terme » qui pourrait par exemple faciliter la levée de capitaux dans toute l'Union européenne, et permettre aux investisseurs institutionnels de diversifier leur portefeuille et donc de répartir les risques.

Jurisprudence de la CJUE : exonération de TVA pour les prestations de conseil en investissement liées à la gestion d'un FCP

Dans le cas soumis à la Cour de Justice de l'Union Européenne (« **CJUE** »), la société Gesellschaft für Börsenkommunikation (« **GfBk** ») a conclu un contrat avec une société de placement de capitaux la société (« **SPC** ») qui gérait un fonds commun de placement ouvert au public. Au titre de ce contrat, GfBk s'est engagée à conseiller cette SPC « dans la gestion des actifs du fonds » et à lui « adresser des recommandations de vente et d'achat d'actifs sur la base d'une analyse constante de la situation du fonds ».

Aux termes d'un arrêt du 7 mars 2013 (Affaire C-275/11), la CJUE a jugé « que l'article 13, B, sous d), point 6, de la sixième directive doit être interprété en ce sens que les prestations de conseil en placement de valeurs mobilières fournies par un tiers à une SPC, gestionnaire d'un fonds commun de placement relèvent de la notion de 'gestion de fonds communs de placement' aux fins de l'exonération prévue à ladite disposition ».

Pour ce faire, la CJUE a considéré que sous réserve que les services de gestion fournis par un gestionnaire tiers constituent un ensemble distinct et comprennent des éléments spécifiques et essentiels pour la gestion de fonds commun de placement – ce qui est le cas des recommandations de vente et d'achat d'actifs fournies par GfBk, ils peuvent également bénéficier de l'exonération de TVA.

Cet arrêt est intéressant car il vient consacrer le principe selon lequel des prestations de conseil en investissement

rendues par exemple à une société de gestion de FCPR sont exonérées de TVA.

Il faut également noter que cet arrêt pourrait connaître une portée très large avec la transposition de la directive AIFM. En effet, la notion de gestion de fonds va être étendue à la gestion de fonds alternatifs quelle que soit leur forme (OPC ou sociétés).

ESMA : normes techniques définissant les fonds d'investissement fermés et les fonds ouverts et projet de règlement

L'ESMA a publié un projet final de normes techniques distinguant entre les gestionnaires de FIA dits « fermés » et ceux de FIA dits « ouverts ».

La distinction vise à appliquer des règles différentes en matière de gestion des liquidités, de règles d'évaluation et de mesures transitoires selon que le FIA est fermé ou ouvert.

Aux termes de ce même considérant et de l'article 1.4 de ce projet, il est désormais clair qu'un gestionnaire peut gérer en même temps des FIA ouverts et des FIA fermés, ce qui n'était pas le cas dans la version précédente publiée en décembre dernier.

Concernant les critères permettant de distinguer un FIA ouvert et un FIA fermé, il est précisé que pour qu'un FIA puisse être considéré comme ouvert, les conditions suivantes doivent être cumulativement remplies :

- le droit de remboursement des parts ou actions d'un FIA pouvoir être exercé au moins une fois par an,
- l'investisseur doit pouvoir demander le rachat de ses parts ou actions à une valeur qui ne peut varier significativement par rapport à la valeur liquidative. Cela permet à l'investisseur de céder ses parts ou actions d'un FIA sur le marché secondaire, sous réserve que le gestionnaire ait mis en place un mécanisme permettant de s'assurer que la valeur de marché ne s'écarte pas significativement de la valeur liquidative.

Enfin, si les documents constitutifs d'un FIA prévoient une limitation au droit de remboursement, cela peut le faire passer de la catégorie « ouvert » à « fermé ».

Si ce projet est validé par la Commission européenne, il prendra la forme d'un règlement directement applicable dans les Etats membres à compter du 22 juillet 2013.

IPEV – Publication du nouveau Guide International d'Evaluation à l'usage du Capital Investissement et du Capital Risque

En décembre 2012, l'IPEV a publié la nouvelle version de son Guide International d'Evaluation à l'usage du Capital Investissement et du Capital Risque.

Ce Guide est destiné à s'appliquer à tous les fonds de capital investissement (ex : capital-risque d'amorçage et de démarrage, opérations de rachat, capital développement, etc.) ainsi qu'aux instruments financiers détenus par ces fonds.

Ce Guide contient également des règles permettant d'évaluer les investissements réalisés dans des fonds de capital investissement par d'autres entités, et notamment les fonds de fonds.

A noter que cette mise à jour a notamment été réalisée afin d'être notamment en conformité avec les normes comptables internationales (IFRS) et américaines (US GAAP) s'agissant de la notion de « juste valeur/fair value » qui ont été respectivement mises à jour en 2011 par l'International Accounting Standards Board (IASB) et le Financial Accounting Standards Board (FASB).

Séminaires – Conférences

- Jones Day a organisé le 24 avril dernier un premier séminaire intitulé "L'AIFM, c'est maintenant !", avec l'intervention de Florence Moulin et Daniel Schmidt
- 14-15 mai 2013, CFO-COO Summit 2013, séminaire organisé par l'EVCA, Amsterdam, avec l'intervention de Florence Moulin
- 13 juin 2013 « L' AIFM, c'est maintenant ! », séminaire organisé par Jones Day, avec l'intervention de Florence Moulin et Daniel Schmidt

Equipe

L'équipe Structuration de fonds de Jones Day s'est encore renforcée avec l'arrivée d'un collaborateur senior en structuration de fonds.

Jean-Régis Gallizia (35 ans, DESS-DJCE Montpellier, MS Droit & Management HEC) a rejoint notre équipe le 15 avril.

Spécialisé dans la création et la levée de fonds d'investissement français et luxembourgeois (private equity, dette, infrastructure), il officiait depuis 2008 chez Ashurst. Il avait débuté sa carrière en 2004 chez Mayer Brown dans le conseil du management sur les opérations de LBO.

Cette arrivée porte à cinq l'équipe Structuration de fonds, menée par Florence Moulin et Daniel Schmidt.

L'équipe Private Equity du bureau de Paris de Jones Day, qui compte une quinzaine d'avocats et assistants juridiques dédiés, couvre l'ensemble des problématiques de private equity (structuration de fonds, capital risque et capital développement, build-up, LBO/MBO, intéressement des dirigeants, liquidité par voie d'adossage industriel ou financier ou d'introduction en bourse). Outre son positionnement de premier plan en structuration de fonds, elle est leader depuis plus de 10 ans sur le segment du capital risque et, plus généralement, dans l'accompagnement en droit des affaires des entreprises de croissance et de leurs actionnaires industriels ou financiers. Forte d'une compétence mixte en capital risque/capital investissement, fusions-acquisitions et droit boursier/marchés de capitaux, elle traite de façon intégrée l'ensemble des besoins corporate des entreprises de croissance et de leurs investisseurs ou dirigeants tout au long de leur développement. Elle a ainsi accompagné en 2012 près de soixante opérations, dont plus de trente cinq levées de fonds, une dizaine d'opérations de fusions-acquisition et une quinzaine d'opérations de droit boursier/marché de capitaux. Elle a notamment piloté 6 des 7 introductions en bourse réalisées sur le principal marché français en 2011 et 2012.

CONTACTS

Florence Moulin

fmoulin@jonesday.com

Daniel Schmidt

dschmidt@jonesday.com

Guillaume Cavalin

gcavalin@jonesday.com

Caroline Steil

csteil@jonesday.com

Jean-Régis Gallizia

jrgallizia@jonesday.com

Jones Day publications should not be construed as legal advice on any specific facts or circumstances. The contents are intended for general information purposes only and may not be quoted or referred to in any other publication or proceeding without the prior written consent of the Firm, to be given or withheld at our discretion. To request reprint permission for any of our publications, please use our "Contact Us" form, which can be found on our web site at www.jonesday.com. The mailing of this publication is not intended to create, and receipt of it does not constitute, an attorney-client relationship. The views set forth herein are the personal views of the authors and do not necessarily reflect those of the Firm.