

ALTERNATIVE INVESTMENT FUNDS—E-NEWS

QUESTIONS DE FONDS

N°7 – SEPTEMBRE 2013



JEAN-RÉGIS GALLIZIA



CAROLINE STEIL

FAITES DE LA DETTE !

Le constat est implacable. Depuis l'aggravation de la crise financière, les banques se montrent de plus en plus frileuses lorsqu'il s'agit de financer des opérations de LBO et lorsqu'elles se lancent dans le projet, les conditions du prêt sont de plus en plus draconiennes de sorte que les emprunteurs flirtent souvent avec l'exigibilité anticipée de leur dette.

Les banques européennes, qui auront par ailleurs vocation à appliquer la réglementation dite de Bâle III (début 2014 si un accord politique est trouvé entre les états membres) leur imposant de détenir davantage de fonds propres en face de leurs engagements, devraient encore réduire leur exposition sur ce genre d'opérations.

Certains acteurs du marché qui ont anticipé la combinaison de ces deux paramètres ont sauté sur l'occasion pour proposer une alternative au financement bancaire et créer des fonds de dettes. Une telle situation offre une double opportunité aux opérateurs, d'une part, en acquérant auprès d'établissement de crédits des actifs à des conditions favorables (souvent décotés) et, d'autre part, en se substituant aux banques en offrant une large gamme de produits (dette senior, junior mezzanine, second lien et uni-tranche) aux emprunteurs.

En favorisant le développement de projets par l'octroi de tels crédits, ces opérateurs ont contribué au développement d'un système bancaire « parallèle ». L'occasion

est trop belle et les détracteurs de cette nouvelle activité, notamment ceux qui tardent à arriver sur ce nouveau marché, montent au créneau et brandissent le désormais fameux « shadow banking », sujet favori du régulateur européen qui pourrait bien freiner l'engouement des LPs pour cette nouvelle forme d'investissement qui propose des rendements très attractifs.

Rappelons tout de même que les véhicules qui peuvent proposer ces financements alternatifs sont soit eux-mêmes régulés (par exemple le Fonds d'Investissement Spécialisé (SIF) Luxembourgeois) et/ou dont les gestionnaires le sont (gestionnaire de fonds commun de titrisation français). La régulation est donc toujours de mise et cette activité bien que parallèle n'est pas pour autant illicite. Par ailleurs, les règles relatives au monopole bancaire constituent le premier garde fou de cette activité et n'autorisent en principe pas des opérateurs autres que des établissements de crédit à réaliser des opérations de banque tel que l'octroi de crédits. S'agissant de créances françaises par exemple, la typologie des prêts, la localisation de l'emprunteur et du cédant de la créance sont autant de critères qui devront notamment être pris en compte afin de ne pas violer la réglementation susvisée.

Pour autant que les conditions liées aux fonds et aux créances sont respectées, ces véhicules ont vocation à devenir de vrais acteurs du marché non seulement au regard de l'alternative qu'ils proposent mais également à travers le monitoring de la dette par les gestionnaires du fonds.

GESTIONNAIRE TENEZ VOUS PRÊTS !

C'est dans ce contexte qu'intervient le premier volet de la réforme du code des assurances décidée par le ministère de l'économie afin de permettre aux assureurs de participer de manière plus significative au financement des PME et ETI françaises notamment au travers de l'investissement d'une fraction de leurs actifs réglementés dans des fonds de prêts à l'économie.

Parallèlement le Ministre de l'Economie a annoncé début juillet, le lancement du premier de ces fonds, le Fonds « Novo », d'une taille d'un milliard d'euros, constitué de deux compartiments respectivement gérés par BNP et Tikehau,

regroupant l'ensemble des assureurs, la Caisse des Dépôts et Consignations ainsi que le Fonds de réserve pour les retraites.

Le décret réformant le code des assurances prévoit en effet de nouvelles possibilités pour les assureurs en termes d'allocation de leurs actifs réglementés et notamment que ces derniers pourront être investis à hauteur de 5 % maximum dans des parts de fonds de prêts à l'économie.

Les investissements des assureurs au travers de ces nouveaux fonds pourraient représenter jusqu'à 90 milliards d'euros...

Ces fonds seront constitués sous la forme de fonds communs de titrisation ou de fonds d'investissement professionnels spécialisés (anciennement notamment fonds d'investissement contractuels) investissant au travers notamment d'obligations émises par les ETI et PME européennes non cotées, assurant ainsi à ces dernières un moyen de financement de leurs grands projets structurels sur une durée relativement longue (5 à 7 ans), remboursable in fine et sans effet dilutif pour les dirigeants. Précisons qu'il ne s'agira pas à proprement parler d'une nouvelle catégorie juridique de fonds. Néanmoins, ils présenteront des spécificités en termes de gestion des risques et de reporting afin de permettre aux assureurs d'investir tout en assurant un suivi adéquat de leurs actifs réglementés ainsi indirectement impliqués dans le financement de la dette d'entreprises non cotées de petite ou moyenne taille.

Compte tenu de l'implication des professionnels de l'assurance dans la mise au point du décret qui est paru le 2 août dernier, il y a fort à parier que ces fonds rencontreront un vif succès auprès de cette catégorie d'acteurs voire auprès d'autres acteurs que le modèle d'investissement, le niveau de reporting et de gestion des risques pourraient également séduire.

Rappelons que le second volet de la réforme qui concernera plus spécifiquement la réorientation des encours de l'assurance-vie vers le soutien de l'économie devrait figurer dans le projet de loi de finances pour 2014 présenté le 25 septembre prochain. Affaire à suivre...

La directive AIFM enfin transposée !

On attendait sa transposition pour le 22 juillet elle a finalement eu lieu le 27 juillet dernier par la publication au Journal Officiel de l'ordonnance adoptée en conseil des ministres.

Rappelons que cette directive doit permettre une commercialisation plus aisée des fonds alternatifs (notamment de capital investissement) à l'étranger. Elle entrainera pour les gestionnaires qui y sont obligatoirement soumis et pour ceux qui décideront de s'y soumettre sur option, plusieurs obligations supplémentaires en termes de gouvernance et de règles de bonne conduite à respecter ainsi que de nouvelles obligations s'agissant de la rémunération variable versée par ces gestionnaires à leurs équipes.

La directive AIFM vise à réguler au niveau européen les gérants de fonds alternatifs (private equity, immobilier, hedge funds...) afin d'offrir un cadre harmonisé et plus sûr aux investisseurs de ces fonds.

Désormais, les gérants de fonds devront être agréés par leur autorité de régulation nationale. Pour les gérants de fonds français, constitués sous la forme de fonds communs de placement ou de SICAV, la directive AIFM ne constitue donc pas un bouleversement. En revanche, pour ceux qui n'étaient pas régulés (SCR, certaines holding d'investissement...), ils devront se faire agréer dès lors qu'ils sont notamment au dessus des seuils (en terme d'actifs sous gestion) à savoir 500M€ en l'absence de recours à l'effet de levier et 100M€ avec effet de levier ou s'ils s'adressent à des investisseurs non professionnels.

Certes pour ceux qui entrent dans le champ d'application de la directive ou qui décident d'opter pour la directive

(notamment pour bénéficier du passeport commercialisation leur permettant de commercialiser dans l'UE leurs fonds auprès d'investisseurs professionnels ou du passeport gestion leur offrant la possibilité de gérer depuis la France un véhicule luxembourgeois ou anglais), il faudra revoir leur organisation. En particulier vérifier que l'organisation mise en place pour évaluer les actifs répond aux exigences d'indépendance de la directive. Les sociétés devront aussi veiller à respecter leurs obligations d'information vis-à-vis de l'AMF et lorsqu'elles prennent des participations dans des sociétés non cotées qui ne sont pas des PME. Elles devront enfin veiller à ne pas prendre part au vote sur certaines décisions des organes des sociétés cibles en matière de distribution de dividende ou d'actifs.

Quant au sujet de la rémunération et du carried interest, les positions récentes prises par l'AMF, conformes à la doctrine de l'ESMA, vont dans le bon sens : elles confirment que sur la base du principe de proportionnalité, le carried interest devrait très généralement échapper à la politique de rémunération exigée par la directive.

Si ce sujet semble peu ou pas réglé, d'autres sont encore incertains. En particulier les conditions de commercialisation des fonds européens ou de pays tiers en France sont encore floues.

La nouvelle organisation du code monétaire et financier :

Il a été décidé de reprendre la distinction établie au niveau communautaire entre les organismes relevant de la directive OPCVM IV et les organismes relevant de la directive AIFM.

La dénomination de certains fonds s'en trouve changée.

Nouvelle dénomination	Ancienne Dénomination	Articles du CMF issus de la transposition de la directive
OPC	OPC	Article L.214-1
SECTION 1 OPCVM	Sous-section 1 OPCVM coordonnés	Article L214-2
Les dispositions de cette section sont inchangées.		
SECTION 2 FIA	Sous-section 2 Autres OPCVM	Article L214-24 et suivants
Sous-section 2 Fonds ouverts à des non professionnels	§2 OPCVM destinés à tout souscripteurs	
§1 Fonds d'investissement à vocation générale	ss-§1 OPCVM à vocation générale	Article L. 214-24-24 et suivants
§2 Fonds de Capital Investissement		Article L. 214-27 et suivants
ss-§2 FCPR	FCPR agréé	Article L. 214-28 et suivants
ss-§3 FCPI	FCPI	Article L. 214-30
ss-§4 FIP	FIP	Article L. 214-31
§3 OPC I		Article L. 214-33 et suivants
§4 Sociétés civiles de placement immobilier et les sociétés d'épargne forestière		Article L. 214-86 et suivants
§5 SICAF		Article L. 214-127 et suivants
§6 Fonds de fonds alternatifs		Article L. 214-139 et suivants
Sous-section 3 Fonds ouverts à des investisseurs professionnels		
§1 Fonds agréés	§3 OPCVM agréés réservés à certains investisseurs	
ss-§2 Fonds professionnels à vocation générale	OPCVM ARIA	Article L. 214-143 et suivants
ss-§3 OPC I professionnels	OPCI ARIA avec effet de levier	Article L. 214-148 et suivants
§2 Fonds Déclarés	§4 OPCVM déclarés réservés à certains investisseurs	Article L. 214-152 et suivants
ss-§1 Fonds professionnels spécialisés (soit sous forme de Fonds soit sous forme de société)	OPCVM contractuels + FCPR contractuels	Article L. 214-154 et suivants
Ss-§2 Fonds Professionnels de Capital Investissement	FCPR allégé	Article L. 214-159 et suivants
Sous-Section 4 Fonds d'épargne salariale		Article L. 214-163 et suivants
§1 FCPE		
§ 2 SICAVAS		
Sous-section 5 Organisme de titrisation		Article L. 214-167 et suivants Remarque les dispositions communes aux FIA ne sont pas applicables à la présente sous-section sous réserve de la définition des FIA (visée au I de l'article L. 214-24)
§1 Dispositions communes		Article L. 214-167 et suivants
§2 Disposition particulières applicables aux OT ou compartiments d'OT supportant des risques d'assurance		Article L. 214-187 et suivants
SECTION 3 AUTRES PLACEMENTS COLLECTIFS	SICAV et SPICAV unipersonnelle	Article L. 214-191

Autres actualités juridiques

Parallèlement à la transposition des dispositions de la directive AIFM, le gouvernement a également profité de l'ordonnance pour faire passer un certain nombre de modifications destinées à simplifier la gamme de produits existants et à améliorer la compétitivité des fonds d'investissement français. Parmi les mesures significatives retenues, on retiendra notamment que :

- l'harmonisation du seuil de souscription des FIA à 100.000€ (entrée en vigueur prévue en octobre 2013) ;
- la possibilité pour les Fonds de capital investissement d'investir jusqu'à 10% de leur actif en titres de créance ;
- la possibilité pour les fonds de capital investissement d'avoir une période de blocage des rachats supérieure à 10 ans. Ainsi il est désormais possible d'avoir des fonds fermés destinés aux professionnels d'une durée plus cohérente avec certains types de sous-jacents. Cette disposition sera notamment utile pour les fonds infrastructures.
- en raison de cet allongement possible de la durée de vie, il est désormais possible de prévoir dans ces fonds de rouvrir des périodes de souscription tout au long de la vie du fonds et notamment après une distribution.

L'AMF a publié avant même la promulgation de l'ordonnance, un guide relatif aux mesures de modernisation apportées aux placements collectifs français et a notamment précisé que :

- même s'ils ne respectent pas les critères qualitatifs pour être considéré comme un investisseur professionnel, tout souscripteur investissant un minimum de 100.000 euros pourra souscrire à tout type de fonds ouverts aux investisseurs professionnels (i.e. les OPCVM ARIA, les OPCI ARIA avec effet de levier, les OPCVM contractuels, les FCPR contractuels ainsi que les FCPR bénéficiant d'une procédure allégée). En particulier le seuil qui était de 500.000 euros s'agissant des FCPR allégés est ainsi ramené à 100.000 euros. Ce nouveau seuil n'entrera en vigueur qu'à compter de la date de mise à jour du nouveau livre IV du règlement général de l'AMF dont le projet fait actuellement l'objet d'une consultation (et qui devrait être publié dans le courant du mois d'octobre).

- la possibilité pour un gestionnaire de Fonds de Capital Investissement d'utiliser des créances nécessitent une demande d'extension de son agrément pour qu'il soit effectivement autorisé à user de cette possibilité dans les fonds qu'il gère ou conseille ;
- pour les fonds existants, la prolongation de la période de blocage nécessitera l'accord unanime des porteurs de parts et une information de l'AMF ;
- le changement de dénomination des FCPR allégés en FPCI ne devrait être obligatoire que pour les fonds ouverts à la souscription à la date du 27 juillet 2013.

Loi sur la séparation des activités bancaires

« Séparer leurs activités de crédit de leurs opérations spéculatives » telle était l'ambition affichée par François Hollande au travers de ce projet de loi. Au final, la séparation est loin d'être étanche puisqu'il est seulement fait obligation aux banques de filialiser leurs activités spéculatives lorsque celles-ci sont menées pour compte propre.

La loi n'a pourtant pas été vaine puisque profitant de l'actualité, les parlementaires ont inséré deux nouveaux thèmes dans cette loi :

- la lutte contre les paradis fiscaux et la transparence des banques sur leur résultat fiscal effectué à l'étranger, et
- l'encadrement de la spéculation sur les marchés de matières premières et notamment sur les produits agricoles.

Actualités fiscales

Le PEA-PME se précise

Les réflexions sur la création d'une poche du PEA existant dédié à l'investissement dans des PME et ETI se précisent.

Le Medef et les principales associations de professionnels du secteur financier ont synthétisé leur proposition dans une note de travail à destination notamment de la direction générale du Trésor et de la direction de la législation fiscale en vue d'arriver à un projet qui devrait être inséré dans le projet de loi de finance pour 2014 présenté en septembre.

Les principales caractéristiques de ce nouvel outil de redirection de l'épargne française vers le financement des PME et ETI devraient être les suivantes :

- création d'un compartiment PEA PME qui pourrait être ouvert dans le cadre d'un PEA existant, ou au contraire ouvert par l'épargnant qui ne disposerait pas d'un PEA ;
- les associations professionnelles insistent sur la nécessité de relever le plafond prévu pour cette poche qui est actuellement de 75.000 € ;
- les investissements réalisés au travers de cette poche pourront être réalisés en direct par l'épargnant ou indirectement via des OPC qui devront alors respecter certaines conditions ;
- les titres éligibles à ce compartiment dédié à l'investissement dans les PME et ETI devraient être les suivants :
 - titres de capital, titres participatifs ou donnant accès au capital
 - titres de créances (obligations sèches)
 - parts ou actions d'OPC qui emploient au moins 75% de leur actif en titres d'entreprises éligibles et au moins 50% en titres de capital ou donnant accès au capital (l'objectif premier du PEA PME étant d'assurer le renforcement des fonds propres des PME et ETI).
- le régime fiscal et le régime social du PEA devrait être applicable au PEA PME (les conditions de ces régimes étant toutefois apprécié indépendamment dans chaque compartiment notamment s'agissant des délais). En outre, les montants alloués au PEA PME pourraient bénéficier d'une exonération d'ISF correspondant à 75% de ces montants. Enfin les titres de PME ou ETI détenus au travers du PEA-PME devraient être exonérés de prélèvements sociaux.

Jersey inscrit sur la liste des territoires non coopératifs

La liste des Etats et Territoires Non Coopératifs (ETNC) a été mise à jour par décret en date du 20 août dernier. Jersey y est désormais inscrit.

Rappelons que cette notion d'état et territoire non coopératif est une notion fiscale française qui date de fin 2009. Elle vise à décourager l'investissement dans de tels états en prévoyant une fiscalité alourdie pour certains flux d'origine française à une structure située dans un tel état.

En particulier, certains dividendes et intérêts d'origine française versés à une entité de Jersey comme un Limited Partnership, donneraient lieu à une retenue à la source de 75%.

Mais à compter de quelle date ? Selon la doctrine de l'administration fiscale, le retrait d'un pays de la liste noire est applicable rétroactivement au 1^{er} janvier de l'année en cours (à charge pour les contribuables concernés d'introduire une réclamation pour obtenir la régularisation des impositions établies entre le 1^{er} janvier et la date de publication de la mise à jour de la liste) par contre l'ajout d'un nouveau pays sur la liste entraîne les conséquences fiscales liées à ce statut à compter du 1^{er} janvier de l'année suivante, soit à compter du 1^{er} janvier 2014.

Loi de finances pour 2014

La loi de finances pour 2014 sera présentée à la fin du mois. Voici les principales mesures qui devraient y figurer ou qui sont à l'étude :

- Niches fiscales : les avantages fiscaux liés aux souscriptions dans des FIP et FCPI seraient maintenus. Il n'y aura donc pas en principe de nouveau coup de rabot dans le projet de loi de finances pour 2014 sur ce thème. Les règles d'investissements imposées aux FIP et FCPI pourraient être allégées.
- les investissements réalisés par les grandes entreprises pour soutenir l'innovation des PME françaises pourraient bénéficier d'un amortissement sur 5 ans.
- La taxe à 75 % sur la part des salaires supérieure à 1 million d'euros, qui avait été censurée par le Conseil constitutionnel, devrait être supportée par les entreprises qui emploient ces salariés.
- ISF : un nouveau dispositif de «plafonnement du plafonnement» devrait élargir la définition des revenus pris en compte dans le calcul afin de limiter la somme des impôts payés à 75 % des revenus perçus, en incluant les contrats d'assurance-vie et les plans d'épargne logement.
- IS : le taux de l'IS pourrait diminuer mais surtout son assiette serait assise sur l'excédent brut d'exploitation et non plus sur le chiffre d'affaires.
- Assurance vie : les propositions issues du rapport Berger-Lefebvre seraient à l'étude. Elles visent à mieux orienter l'assurance vie vers le financement des

PME et des ETI et notamment les plus gros contrats (500.000 euros). Par ailleurs, les compagnies d'assurances devraient pouvoir investir davantage leurs actifs réglementés dans certains fonds, comme indiqué ci-dessus.

- Plus-values mobilières : le régime d'imposition serait simplifié avec deux principaux régimes. Un régime de droit commun autoriserait un abattement pour durée de détention plus favorable que celui existant (50% au-delà de 2 ans de détention et 65% au-delà de 8 ans). Un régime incitatif serait créé pour les jeunes entreprises de moins de 10 ans, les entreprises familiales, les entrepreneurs faisant valoir leurs droits à la retraite. L'abattement pourrait atteindre 85% au-delà de 8 ans de détention.
- Le crédit d'impôt recherche serait à nouveau réformé.

Jurisprudence

Arrêt du Conseil d'Etat sur l'application de la taxe professionnelle aux SCR : du nouveau !

Par un arrêt en date du 10 juin 2013, le Conseil d'Etat se prononçant dans un contentieux relatif à la cotisation minimale de taxe professionnelle (due par les sociétés avant la réforme de la taxe professionnelle) a confirmé que les sociétés de capital risque (SCR) doivent être regardées comme exerçant une activité professionnelle au sens de l'article 1447 du code général des impôts, dans sa version alors en vigueur, relatives à l'assujettissement à la taxe professionnelle.

Surtout, le Conseil d'Etat a précisé que pour déterminer la valeur ajoutée des SCR, servant d'assiette au calcul de la cotisation minimale de taxe professionnelle, il fallait faire application de la règle légale propre aux sociétés « ayant pour activité exclusive la gestion des valeurs mobilières ». Cette règle légale figurait à l'article 1647 B sexies II 3 du CGI : « la production des établissements de crédit, des entreprises ayant pour activité exclusive la gestion des valeurs mobilières est égale à la différence entre (i) d'une part, les produits d'exploitation bancaires et produits accessoires ; et, (ii) d'autre part, les charges d'exploitation bancaires ».

Le Conseil d'Etat a donc annulé pour erreur de droit l'arrêt de la Cour Administrative d'Appel de Nantes qui avait jugé que les SCR n'étaient pas soumises aux modalités de calcul de la valeur ajoutée prévues à cet article mais aux règles applicables à la généralité des entreprises au motif que la SCR gérait pour son compte propre des participations financières et non pas pour le compte de tiers.

L'affaire a été renvoyée devant la Cour Administrative d'Appel de Nantes qui devra notamment déterminer les éléments à retenir pour déterminer les produits d'exploitation bancaires d'une SCR. La Cour Administrative d'Appel de Nantes devrait rendre son arrêt dans les semaines à venir.

EVÈNEMENTS

27 septembre 2013 : « *Comment mettre en place la directive AIFM au sein de votre société de gestion ?* » séminaire organisé par l'AFIC, avec la participation de Daniel Schmidt et Florence Moulin.

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.