

Les fonds européens ELTIF UN NOUVEL OUTIL POUR FINANCER LES INVESTISSEMENTS À LONG TERME



**THIBAULT
JÉZÉQUEL**
Avocat
Marcan Selas
(membre
de Mazars)

Le règlement relatif aux fonds européens d'investissement à long terme est entré en application le 9 décembre 2015. Il introduit un nouveau label de véhicules de financements transfrontières destinés à la fois aux investisseurs professionnels et de détail. Si ce nouveau dispositif d'application directe a globalement été bien accueilli par les professionnels de la gestion, des évolutions en droits européen et français ont été nécessaires pour renforcer son attractivité. Des clarifications sont encore attendues de la part de l'Autorité européenne des marchés financiers pour parfaire leur régime juridique.

À la suite de la crise économique et financière, certaines faiblesses structurelles de l'Europe ont été révélées au moment même où plusieurs défis mondiaux risquent de s'intensifier¹. Fort de ce constat, les institutions européennes ont décidé de se focaliser sur un nombre limité de grands objectifs à atteindre – notamment à l'horizon 2020 – afin de soutenir une stratégie pour une croissance intelligente, durable et inclusive². Pour y parvenir au niveau de l'Union européenne, l'une des initiatives identifiées est celle de mieux répondre aux besoins d'investissement à grande échelle et à long

terme³. Ce type d'investissement présente en effet de l'intérêt en ce qu'il apporte généralement « des bénéfices supplémentaires à la société dans son ensemble, en assurant la disponibilité de services essentiels et en améliorant le niveau de vie en général »⁴. Toutefois, du fait des strictes limites pesant sur les dépenses publiques de nombreux États membres et des contraintes réglementaires et prudentielles affectant les établissements bancaires⁵, il est apparu progressivement nécessaire de diversifier l'offre de financements accessibles aux projets à long terme – notamment en favorisant le financement direct via des marchés de capitaux plus approfondis et développés ainsi que par la création de nouveaux véhicules d'investissement.

Dans ce contexte, le règlement relatif aux fonds européens d'investissement à long terme⁶ adopté le 29 avril 2015⁷ (ci-après désigné le « Règlement ELTIF ») a créé un nouveau label de véhicules de financements transfrontières destiné à la fois aux investisseurs professionnels et de détail⁸. Relevons que contrairement à la directive du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement

1. Exemples : intensification de la concurrence entre économies développées et émergentes ou encore augmentation de la population mondiale.
2. Communication de la Commission Europe 2020 – Une stratégie pour une croissance, intelligente, durable et inclusive, Commission européenne, 3 mars 2010, COM(2010) 2020 final.

3. Livre vert – Le financement à long terme de l'économie européenne, Commission européenne, 25 mars 2013, COM(2013) 150 final, p. 2. La Commission européenne s'interrogeait également sur l'opportunité de créer un nouveau type de véhicule d'investissement de long terme à l'occasion de sa consultation relative au projet de directive OPCVM VI lancée le 26 juillet 2012 (Consultation Document UCITS – Product Rules, Liquidity Management, Depository, Money Market Funds, Long Term Investments).

4. Op. Cit., Commission européenne, 25 mars 2013, p. 2.

5. « Il ne fait aucun doute que, compte tenu de leurs compétences en matière de gestion des risques, de leur connaissance locale des entreprises et de leur relation avec celles-ci, les banques continueront à jouer un rôle important dans la mise à disposition d'investissements à long terme », Op. Cit. Commission européenne, 25 mars 2013, p. 3.

6. Le champ des projets visés est particulièrement étendu dans la mesure où le considérant n° 3 du Règlement ELTIF vise : « les infrastructures de transport, la production ou la distribution d'énergie durable, les infrastructures sociales (logements ou hôpitaux), le déploiement de nouveaux systèmes et technologies permettant de réduire la consommation de ressources et d'énergie, ou le développement des PME ».

7. Règlement (UE) 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme.

8. Le périmètre de commercialisation transfrontière est donc plus large que celui prévu par la Directive AIFM telle que définie ci-après (réservé aux investisseurs professionnels dans l'Union européenne).

alternatifs (ci-après désignée la « Directive AIFM »)⁹ qui était tournée vers les « acteurs », le Règlement ELTIF est, quant à lui, un texte à dominante « produit » comprenant cependant plusieurs dispositions concernant les gestionnaires de fonds européens d'investissement à long terme (ci-après désignés les « ELTIF »).

Pour l'anecdote et le symbole, les négociateurs du Conseil, du Parlement et de la Commission européenne sont parvenus à un accord le jour même où le président de cette dernière, M. Jean-Claude Juncker, présentait son plan d'investissement pour l'Europe¹⁰. Or l'un des trois volets de ce plan réside précisément dans la mise en place d'un environnement plus propice à l'investissement, impliquant notamment la préconisation de nouvelles sources de financement à long terme pour l'économie. Le Règlement ELTIF s'inscrit également dans le cadre du plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux de la Commission européenne, via la mesure visant à soutenir les investissements dans les infrastructures et les investissements durables¹¹.

Au niveau national, plusieurs rapports récemment publiés et relatifs aux projets d'infrastructures – cibles privilégiées d'investissement des ELTIF – soulignent également les enjeux et contraintes actuels liés à leur financement¹². L'utilité que pourraient prendre les ELTIF dans le développement de l'écosystème de la Place de Paris et de l'attractivité de cette dernière comme pôle d'excellence dans le domaine des infrastructures ont notamment été relevés¹³.

Ce contexte étant rappelé, il convient, tout d'abord, d'étudier dans quelle mesure le régime juridique encadrant les ELTIF – et leurs gestionnaires – est susceptible de stimuler les investissements de long terme (I.), pour ensuite s'intéresser aux premiers véhicules de droit français éligibles au label européen ainsi qu'aux modalités concrètes d'obtention du nouvel agrément (II.).

I. UN NOUVEAU LABEL EUROPÉEN DESTINÉ À DYNAMISER LES INVESTISSEMENTS DE LONG TERME

Pour rappel, un fonds labélisé ELTIF peut prendre plusieurs formes juridiques en fonction de l'État membre dans lequel il est établi. Toutefois, l'un des attraits du Règlement ELTIF réside dans l'uniformisation d'un certain nombre de règles applicables à l'agrément du gestionnaire et des véhicules, à la politique d'investissement

et aux conditions de fonctionnement de ces fonds (1.). Un certain nombre d'éléments ont dû et vont devoir être clarifiés pour renforcer l'attractivité du dispositif (2.).

1. L'uniformisation de certaines règles applicables aux ELTIF et à leurs gestionnaires

Sans prétention d'exhaustivité, nous tâcherons de passer en revue ci-après les éléments les plus caractéristiques du régime juridique applicable aux ELTIF et à leurs gestionnaires.

1.1. Agrément des ELTIF et de leurs gestionnaires

Tout d'abord et contrairement aux gestionnaires de fonds labélisés EuVECA¹⁴ et EUSEF¹⁵, seul un gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs (ci-après désigné « FIA ») établi dans l'Union européenne¹⁶ et agréé conformément aux dispositions de la Directive AIFM peut demander auprès de l'autorité compétente pour l'ELTIF un agrément en vue de gérer ce type de fonds. Dans l'hypothèse où l'autorité compétente du véhicule serait identique à celle du gestionnaire, la demande d'agrément doit alors renvoyer à la documentation présentée pour l'agrément au titre de la Directive AIFM. Si les informations requises dans le cadre de la demande pour le gestionnaire demeurent assez classiques¹⁷, relevons que le Règlement ELTIF a prévu une procédure distincte pour les véhicules autogérés¹⁸.

Ensuite, les ELTIF doivent solliciter de leur autorité compétente un agrément spécifique et irrévocable¹⁹, réservé aux seuls FIA de l'Union européenne. Pour ce faire, une demande formelle d'agrément doit être déposée auprès du régulateur compétent pour le fonds²⁰. De plus, pour renforcer la protection des investisseurs de détail, des informations supplémentaires sont requises en cas de distribution auprès de cette typologie de clientèle²¹. Une notification de commercialisation doit également être réalisée auprès de l'autorité compétente d'origine du gestionnaire conformément aux dispositions de la Directive AIFM²².

Enfin, la décision d'obtention de l'agrément ou non en tant qu'ELTIF, y compris de l'agrément du gestionnaire, est rendue sous un délai de deux mois à compter du dépôt de la demande d'agrément²³ (délai porté à trois

9. Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

10. Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque Centrale Européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement – Un plan d'investissement pour l'Europe, Commission européenne, 26 novembre 2014, COM(2014) 903 final.

11. Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux, 30 septembre 2015, COM(2015) 468 final, § 3, p. 18.

12. Rapport Les infrastructures de réseaux... au service de la croissance, MEDEF Economie, 1^{er} décembre 2015.

13. Rapport Marché mondial des infrastructures, consolider l'offre de la place financière de Paris, Paris Eureplace, 14 janvier 2016.

14. I. e. les fonds européens de capital risque.

15. I. e. les fonds d'entrepreneuriat social européens.

16. Contrairement aux possibilités prévues par la Directive AIFM en ce qui concerne les FIA, un gestionnaire établi dans un pays tiers à l'Union européenne ne pourra pas obtenir un agrément en vue de gérer un ELTIF.

17. Le détail des informations à fournir figure à l'article 5, § 2 du Règlement ELTIF.

18. Article 5, § 5 du Règlement ELTIF.

19. Article 4, § 2 du Règlement ELTIF.

20. Le détail des informations à fournir figure à l'article 5, § 1 du Règlement ELTIF.

21. Le détail des informations à fournir figure à l'article 5, § 1, d) du Règlement ELTIF. Il s'agit notamment d'une description du dispositif de traitement des plaintes présentées par les investisseurs de détail.

22. Suivant le lieu de commercialisation des parts ou actions de l'ELTIF envisagé et l'Etat membre d'origine du gestionnaire, la procédure de notification à suivre sera celle de l'article 31 ou de l'article 32 de la Directive AIFM.

23. Article 5, § 3 du Règlement ELTIF.

mois dans le cadre de la procédure d'agrément d'un véhicule autogéré). Une fois agréés, les gestionnaires et les fonds sont listés au sein d'un registre public centralisé²⁴ tout comme l'autorité compétente du véhicule. Les gestionnaires devront alors en permanence se conformer à la fois aux dispositions du Règlement ELTIF et à celles de la Directive AIFM. Les fonds devront, quant à eux, se conformer à celles du Règlement ELTIF.

1.2. Politique d'investissement des ELTIF

Le cadre juridique réglemantant la politique d'investissement des ELTIF constitue naturellement l'un des facteurs essentiels de leur attractivité. Dans l'esprit du législateur européen, les ELTIF pourraient ainsi favoriser l'émergence d'un dispositif complémentaire voire alternatif aux financements d'origine bancaire. Certaines de leurs caractéristiques - répondant à la nécessité de contribuer aux objectifs qui leur ont été assignés - méritent d'être soulignées : un périmètre d'investissement et d'actifs éligibles au quota d'investissement définis de manière flexible²⁵ (exemples : instruments de capitaux propres ou de quasi-capitaux propres - notamment émis par certaines petites et moyennes entreprises -, instruments de dettes, parts ou actions de fonds ELTIF, EuVECA ou EUSEF, actifs physiques particuliers d'une valeur supérieure ou égale à 10 millions d'euros détenus directement ou indirectement, actifs éligibles à des fonds OPCVM), une possibilité de pouvoir consentir des prêts à des entreprises définies comme des entreprises de portefeuille éligibles, une faculté de pouvoir créer plusieurs compartiments d'investissement²⁶, ou encore une souplesse accordée dans les conditions d'application de certaines règles de composition et de diversification du portefeuille²⁷.

Ces éléments susceptibles de séduire, tant les gestionnaires que les investisseurs, sont toutefois contrebalancés par certaines restrictions, motivées notamment par un double objectif de protection des investisseurs et de maintien de la stabilité financière. Des activités sont ainsi explicitement interdites aux ELTIF en raison de leur caractère potentiellement spéculatif : la vente à découvert d'actifs, la prise d'expositions directes ou indirectes sur des matières premières, la conclusion d'opérations de prêt de titres, d'emprunt de titres, de pension ou de tout autre accord qui a un effet économique équivalent et présente des risques similaires (si plus de 10 % des actifs de l'ELTIF sont concernés) ou encore l'utilisation d'instruments financiers dérivés (à l'exception de ceux utilisés à des fins de couverture des risques liés aux autres investissements du fonds). Les ELTIF peuvent également emprunter uniquement un montant limité de liquidités, pour autant que celui-ci ne finance pas des entreprises de portefeuille éligibles²⁸. Par ailleurs, les ELTIF peuvent investir uniquement, et sous conditions, dans trois caté-

gories de fonds d'investissement (au sein du quota d'investissement de 70 % et à l'exception des actifs éligibles à un fonds OPCVM) : les fonds ELTIF, EuVECA et EUSEF²⁹. Des règles destinées à limiter les conflits d'intérêts susceptibles de survenir entre le gestionnaire et les ELTIF gérés ont également été prévues par le législateur européen³⁰.

1.3. Conditions de fonctionnement des ELTIF

Si un corpus de règles communes est applicable indépendamment de la stratégie commerciale adoptée par le gestionnaire de ELTIF, des règles additionnelles devront logiquement être respectées en cas de distribution auprès d'une clientèle de détail.

Parmi les règles communes, notons à titre d'exemple la possibilité de prévoir un remboursement des parts ou actions en cours de vie du fonds, sous réserve du respect de plusieurs conditions cumulatives³¹. Cet atout serait notamment susceptible d'intéresser la clientèle de détail attachée à une certaine liquidité de son investissement et complète efficacement les dispositions relatives au marché secondaire des parts ou actions. Un autre avantage présenté par ces fonds réside dans la possibilité de pouvoir distribuer régulièrement aux investisseurs, à la fois les recettes générées par les actifs, mais également celles issues des plus-values des cessions d'actifs en cours de vie du fonds (avec l'opportunité pour le gestionnaire de réduire le capital du fonds au prorata des actifs cédés³²). La durée d'un ELTIF n'a d'ailleurs pas été précisément définie par le Règlement ELTIF qui se contente d'indiquer que celle-ci doit être « suffisamment longue pour couvrir le cycle de vie de chacun de ses actifs³³ ». D'autres règles précisent davantage les modalités de commercialisation (exemple : nécessité d'établir un prospectus³⁴) ou encore l'encadrement de la fin de vie de l'ELTIF (exemple : obligation pour le fonds d'établir un programme détaillé pour la cession de ses actifs afin de procéder au remboursement des parts et actions³⁵).

Les règles spécifiques applicables à une commercialisation auprès d'une clientèle de détail laissent, quant à elles, transparaitre la préoccupation sous-jacente du législateur européen de préserver la confiance des investisseurs, tout en leur garantissant un niveau élevé de sécurité. Le ticket d'entrée relativement peu élevé de 10 000 euros pour les investisseurs de détail, à rapprocher de celui de 100 000 euros applicable aux fonds EuVECA et EUSEF, ne fait que renforcer cette nécessité. Parmi les dispositions illustrant cet aspect, peuvent être citées : l'obligation de

24. Article 3 du Règlement ELTIF.

25. Articles 9 et 10 du Règlement ELTIF.

26. Article 8 du Règlement ELTIF.

27. Exemple : les ratios de limite de concentration mentionnés aux a), b) et d) du § 2 de l'article 13 du Règlement ELTIF peuvent être relevés, sous conditions.

28. Article 16 du Règlement ELTIF.

29. D'autres conditions sont détaillées à l'article 10, d) du Règlement ELTIF.

30. Article 12 du Règlement ELTIF.

31. Exemple : la fixation par le gestionnaire d'une politique de remboursement qui indique clairement les périodes au cours desquelles les investisseurs peuvent demander des remboursements. Les autres conditions sont mentionnées à l'article 18, § 2 du Règlement ELTIF.

32. Article 22, § 1 et 3 du Règlement ELTIF.

33. Article 18, § 3 du Règlement ELTIF. Des difficultés pratiques pourraient survenir dans la fixation de cette durée par le gestionnaire, dans la mesure où il pourrait apparaître compliqué de connaître à l'avance la maturité de l'actif le plus long dans lequel le fonds va investir. Ce point a notamment été relevé par le sous-groupe « Investisseurs en Equity » du Groupe de travail de Paris Europlace, Op. Cit. Paris Europlace, p. 59.

34. Article 23, § 1 du Règlement ELTIF.

35. Article 21 du Règlement ELTIF.

publication d'un document d'information clés³⁶ conforme au règlement européen PRIIPS³⁷, celle de mettre en place des facilités à la disposition des investisseurs pour souscrire dans les parts ou actions d'un ELTIF³⁸, l'obligation d'établir et d'appliquer une procédure interne spécifique pour l'évaluation du fonds préalablement à sa commercialisation³⁹, la mise à disposition auprès du distributeur d'informations spécifiques⁴⁰, l'obligation de fournir un service de conseil en investissement⁴¹, ou encore la possibilité pour les investisseurs de se rétracter dans les deux semaines de leur souscription⁴². Ces règles ont notamment pour objet de lutter contre l'asymétrie d'information entre investisseurs de détail et professionnels. Les garanties devant être présentées par le dépositaire de l'ELTIF⁴³ et la nécessité pour le distributeur ou le gestionnaire de catégoriser plus finement leur clientèle en fonction du montant cumulé de leur portefeuille d'instruments financiers parachèvent le dispositif protecteur⁴⁴.

Si l'adoption de règles harmonisées va contribuer à éliminer les distorsions de concurrence au sein de l'Union européenne, l'Autorité européenne des marchés financiers (ci-après désignée l'« ESMA ») va devoir se prononcer sur plusieurs éléments essentiels du régime des ELTIF ne nécessitant pas de choix politiques. L'évolution du régime prudentiel applicable à certains investisseurs ciblés par ces fonds constitue également, sans conteste, un facteur déterminant de leur essor.

2. Des clarifications attendues pour favoriser l'attractivité des ELTIF

Si le cadre juridique général des ELTIF a été défini, des précisions particulièrement attendues ont dues être apportées par les institutions européennes. Par ailleurs, certaines clarifications concernant le régime juridique des ELTIF devront prochainement être publiées par le régulateur européen.

2.1. Précisions apportées par la Commission européenne concernant le régime prudentiel applicable aux compagnies d'assurance

Parmi les cibles d'investisseurs privilégiées des ELTIF figurent les institutionnels, en général, et les compagnies d'assurance, en particulier. Ces dernières sont d'ailleurs explicitement mentionnées par le Règlement ELTIF⁴⁵.

Or le régime prudentiel qui leur est applicable peut avoir une influence majeure dans leur décision d'investissement.

Dans ce contexte, il convient d'être rappelé que le 30 septembre dernier, la Commission européenne a proposé un amendement aux dispositions du règlement délégué de la directive du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice⁴⁶ (ci-après désignée la directive « Solvabilité 2 ») concernant, notamment, les investissements en infrastructures et les investissements dans les ELTIF⁴⁷. Cet amendement a été déposé alors que le dispositif prudentiel antérieur applicable aux compagnies d'assurance produisait des incitations négatives à l'investissement dans ce type de véhicule, et ce, en raison du fait que le « ratio de choc standard » qui leur était appliqué ne leur était pas favorable⁴⁸.

Suite à cet amendement, le ratio applicable aux investissements dans les parts ou actions d'ELTIF⁴⁹ a été réduit à 39 %⁵⁰, correspondant au « ratio de choc standard » applicable aux actions de « type 1 »⁵¹. Pour rappel, lorsqu'elle est calculée selon la formule dite « standard », l'exigence en capital pour les actions dites de « type 1 » correspond à la perte de fonds propres de base qui résulterait d'une diminution soudaine de la valeur des actions détenues par l'entreprise d'assurance et de réassurance, à hauteur d'un ratio exprimé en pourcentage défini par la réglementation. À titre de comparaison, le ratio applicable aux ELTIF est donc nettement plus favorable que le ratio, par exemple applicable, aux actions cotées en bourse dans des pays non membres de l'Espace économique européen qui s'élèverait quant à lui à 49 %⁵². L'amendement a également pour conséquence d'étendre le traitement prudentiel déjà applicable aux fonds EuVECA et EUSEF⁵³, aux ELTIF.

Cet amendement va donc dans le sens d'un allègement des exigences en capital et tient notamment compte, des spécificités des ELTIF et de certains actifs dans lesquels ils sont autorisés à investir.

2.2. Précisions attendues de l'ESMA sur le régime juridique des ELTIF

À l'heure de l'écriture de ces lignes, l'ESMA n'a pas encore publié ses normes techniques de réglementation définitives qu'elle devra ensuite soumettre à la Commission européenne pour adoption. Ces normes concerneront cinq thématiques distinctes : (i) le périmètre des activités

36. Article 23, § 1 du Règlement ELTIF.

37. Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

38. Article 26 du Règlement ELTIF.

39. Article 27 du Règlement ELTIF.

40. Article 27, § 3 du Règlement ELTIF.

41. Article 30, § 1 du Règlement ELTIF.

42. Article 30, § 6 du Règlement ELTIF.

43. Article 29 du Règlement ELTIF.

44. Conformément aux dispositions de l'article 30, § 3 du Règlement ELTIF : « lorsque le portefeuille d'instruments financiers d'un investisseur de détail potentiel ne dépasse pas 500 000 euros, le gestionnaire de l'ELTIF ou tout distributeur [...] s'assure [...] que [l'investisseur de détail] n'investit pas un montant supérieur à 10 % de son portefeuille d'instruments financiers dans des ELTIF ».

45. Considérant n° 2 du Règlement ELTIF.

46. Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité 2) (refonte).

47. Règlement délégué (UE) 2016/467 de la Commission du 30 septembre 2015 modifiant le règlement délégué (UE) 2015/35 en ce qui concerne le calcul des exigences réglementaires de capital pour plusieurs catégories d'actifs détenus par les entreprises d'assurance et de réassurance.

48. En effet, le régime prudentiel issu des dispositions de la directive Solvabilité 2 introduit pour les entreprises d'assurance et de réassurance une exigence de capital assise sur l'ensemble de leur profil de risque. À titre d'exemple, le risque de baisse de valeur des investissements en actions donne lieu à une exigence en capital spécifique à cet actif.

49. Le ratio applicable aux actions détenues par les ELTIF s'élève également à 39 % en cas d'application de l'approche par transparence pour toutes les expositions au sein de l'organisme. De plus, les investissements en actions d'infrastructure éligibles se voient également appliquer un ratio réduit de 30 %.

50. Article 169, § 1, b) du Règlement délégué (UE) 2015/35 précité.

51. L'amendement vient insérer un d) au § 6 de l'article 168 du Règlement délégué (UE) 2015/35 précité.

52. Article 169, § 2, b) du Règlement délégué (UE) 2015/35 précité.

53. Article 168, § 6, a) et b) du Règlement délégué (UE) 2015/35 précité.

interdites aux ELTIF (sur les conditions dans lesquelles l'utilisation d'instruments dérivés servira uniquement à couvrir les risques inhérents aux autres investissements de l'ELTIF); (ii) la durée de vie d'un ELTIF (sur les circonstances dans lesquelles la durée de vie d'un ELTIF sera considérée comme suffisamment longue pour couvrir le cycle de vie de chacun des actifs); (iii) le programme détaillé pour la cession ordonnée des actifs d'un ELTIF (qui précisera les critères à employer pour l'évaluation du marché des acheteurs potentiels et pour la valorisation des actifs à céder); (iv) la présentation des frais au sein du prospectus (sur le détail des définitions, méthodes de calcul et règles de présentation communes à appliquer pour les frais et le ratio global des coûts au capital de l'ELTIF); et (v) les facilités mises à la disposition des investisseurs de détail (avec des précisions sur les types et les caractéristiques des facilités, leur infrastructure technique et le contenu de leurs tâches). La consultation lancée par l'ESMA en date du 31 juillet 2015 illustre déjà le fait qu'un grand nombre de précisions qui seront abordées par le régulateur européen devrait concerner les aspects liés à la transparence et à la protection des investisseurs⁵⁴.

En toute hypothèse, ces éléments, notamment ceux relatifs à la présentation des frais et à la durée de vie des fonds, suscitent légitimement des interrogations de la part de bon nombre d'acteurs, dans un contexte où plusieurs d'entre eux ont, à ce jour, manifesté un vif intérêt pour faire agréer des fonds existants en ELTIF. On ne peut qu'aspirer à ce que ces normes techniques réglementaires contribuent effectivement à la mise en place d'un label cohérent et stable au sein de l'Union européenne susceptible de rassurer les gestionnaires d'ELTIF souhaitant lever des capitaux de manière transfrontière.

II. UN NOUVEAU LABEL EUROPÉEN SOURCE D'OPPORTUNITÉS POUR LES FONDS DE DROIT FRANÇAIS

Si le Règlement ELTIF est d'application directe dans le droit des États membres, son entrée en vigueur a nécessité l'adaptation de certaines règles en droit français (1.). Dans ce cadre, l'AMF a également déployé un dispositif d'accompagnement des gestionnaires pour les mobiliser et se positionner comme l'une des places financières parmi les plus réactives en Europe (2.).

1. Modifications apportées au sein du Code monétaire et financier

Le législateur français a souhaité tenir pleinement compte des nouvelles opportunités offertes par le Règlement ELTIF applicable depuis le 9 décembre 2015. Dans ce contexte, la loi de finances rectificative pour 2015⁵⁵ est venue faciliter l'éligibilité des ELTIF au plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes

entreprises et des entreprises de taille intermédiaire (ci-après désignées « PEA-PME »)⁵⁶, tout en permettant à trois catégories de véhicules de pouvoir désormais consentir des prêts directement à des entreprises, sous réserve du respect de certaines conditions⁵⁷.

Ainsi les parts ou actions de FIA ayant reçu l'autorisation d'utiliser la dénomination ELTIF sont désormais éligibles au PEA-PME, sous réserve de respecter les quotas fiscaux existants⁵⁸ et la double restriction d'investissement prévue à l'article L. 221-32-2, § 3, e) du Code monétaire et financier⁵⁹. Les produits et plus-values réalisés dans le cadre de la gestion du plan pourront désormais être éligibles au régime fiscal du PEA-PME⁶⁰.

Trois catégories de fonds de droit français peuvent également désormais octroyer directement des prêts aux entreprises : les fonds professionnels spécialisés⁶¹, les fonds professionnels de capital investissement⁶² et les organismes de titrisation⁶³. Cette faculté leur est offerte dans deux hypothèses : lorsque les véhicules ont été agréés ELTIF ou s'ils répondent à des conditions qui devront prochainement être précisées par décret en Conseil d'État. Relevons que la loi de finances rectificative pour 2015 introduit une nouvelle exception au monopole bancaire bien que certains fonds de droit français bénéficiaient déjà de la possibilité d'acquiescer des créances non échues⁶⁴. À l'heure d'écriture de ces lignes, le gouvernement travaille sur le décret précité pour préciser cette seconde hypothèse. Il pourra notamment s'appuyer sur les résultats de la consultation publique que l'AMF a menée sur la possibilité pour un fonds d'investissement d'octroyer des prêts⁶⁵. Le régulateur souhaiterait notamment, du moins dans un premier temps, que seules les catégories de fonds – dont le Code monétaire et financier prévoit explicitement qu'elles puissent recevoir l'autorisation d'utiliser la dénomination « ELTIF » – disposent de la faculté d'octroyer des prêts. L'AMF insiste également sur le degré de formalisme qu'elle attendrait dans la rédaction du programme d'activité des gestionnaires des fonds concernés en vue de pouvoir consentir des prêts (exemples : description des moyens humains et techniques spécifiques, niveau d'expertise en matière de risque de crédit, degré d'expérience des personnes

56. Article L. 221-32-2, § 3, e) du Code monétaire et financier.

57. L'annexe de l'Opinion publiée par l'ESMA le 11 avril 2016 (ESMA/2016/596) souligne le fait que la majorité des États membres de l'Union européenne autorise déjà – partiellement ou totalement – à certains types de fonds la possibilité d'octroyer des prêts.

58. Voir notamment l'article D.221-113-6, II du Code monétaire et financier.

59. I. e. sous réserve que leurs actifs soient investis en permanence pour plus de 50 % en titres mentionnés aux a, b et c du 1 de l'article L. 221-32-2 du Code monétaire et financier et qu'ils ne détiennent pas d'actifs immobiliers mentionnés aux 1° à 5° du 1 de l'article L. 214-36 du Code monétaire et financier autres que des actifs physiques mentionnés au 6 de l'article 2 du Règlement ELTIF.

60. Sur le plan fiscal, le PEA-PME permet notamment, comme le plan d'épargne en actions et sous certaines conditions, la gestion d'un portefeuille en franchise d'impôts sur le revenu (article 157, 5° bis du Code général des impôts).

61. Article L.214-154, dernier alinéa du Code monétaire et financier.

62. Article L.214-160, II du Code monétaire et financier.

63. Article L.214-169, III du Code monétaire et financier.

64. Article L.511-6, alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier.

65. Résultat de la consultation publique sur la possibilité pour un fonds d'investissement d'octroyer des prêts publié par l'AMF le 1^{er} avril 2016.

54. Consultation de l'ESMA sur le projet de normes techniques dans le cadre du Règlement ELTIF du 31 juillet 2015 (ESMA/2015/1239).

55. Article 27 de la loi n° 2015-1786 du 29 décembre 2015 de finances rectificatives pour 2015, JORF n° 0302 du 30 décembre 2015, p. 24701.

impliquées dans le processus de prêt, mise à niveau des procédures et politiques internes et revue du dispositif de gestion des risques).

Si ces quelques modifications devront contribuer à favoriser l'attractivité des ELTIF, leur succès en France dépendra également de l'accompagnement des acteurs par le régulateur, dans un contexte de plus en plus concurrentiel entre places financières européennes.

2. Précisions apportées par l'AMF dans le cadre de son guide pédagogique

Dans son guide sur les ELTIF⁶⁶, bâti sous le format d'un « questions-réponses », l'AMF a apporté un éclairage sur le nouveau label européen. Ce document a notamment pour objectif de faciliter les démarches d'agrément des sociétés de gestion et présente des informations utiles sur la création, la gestion et la commercialisation de ces fonds.

Tout d'abord, le guide précise, qu'en droit français, les FIA « par nature »⁶⁷ et « par objet »⁶⁸ peuvent recevoir un agrément ELTIF. Ce périmètre semble ouvrir des perspectives étendues aux gestionnaires intéressés. Toutefois, le régulateur français ajoute que certaines catégories de véhicules d'investissement paraissent avoir des caractéristiques plus compatibles avec les exigences du Règlement ELTIF que d'autres (notamment en ce qui concerne leurs actifs éligibles). Il s'agit principalement des : organismes de titrisation, fonds professionnels de capital investissement, fonds professionnels spécialisés, organismes professionnels de placement collectifs immobiliers et sociétés civiles de placement immobilier. Or, s'ils obtiennent un agrément ELTIF, les véhicules français devront à la fois se soumettre au régime juridique qui leur est applicable en droit français mais également à celui issu du Règlement ELTIF. Ce cumul n'irait d'ailleurs pas sans poser quelques difficultés pratiques pour certaines catégories de fonds⁶⁹.

Ensuite, concernant l'agrément du véhicule et au-delà des informations classiques devant être fournies dans le cadre de la demande d'agrément ELTIF, la fiche contient un tableau de conformité du fonds avec le Règlement ELTIF qui devra être complété et permettra au régulateur français de vérifier les informations mises à disposition des investisseurs⁷⁰.

Enfin, pour ce qui est de l'agrément du gestionnaire, l'AMF rappelle que seuls les gestionnaires non français devront lui fournir les renseignements mentionnés à l'article 5, § 2 du Règlement ELTIF. Les gestionnaires de FIA français agréés conformément aux dispositions de la directive AIFM seront, quant à eux, exonérés d'une demande spécifique lorsque l'autorité compétente de l'ELTIF sera également l'AMF. Dans cette dernière hypothèse, lors de la demande d'agrément du fonds en tant qu'ELTIF, le régulateur français procédera à la revue de la compatibilité des stratégies d'investissement du fonds et de la cible de clientèle avec le programme d'activité de la société de gestion. La commercialisation en France d'un fonds labélisé ELTIF français devra aussi faire l'objet d'une notification en se conformant aux dispositions de l'instruction AMF relative à la procédure de commercialisation de parts ou actions de FIA⁷¹.

Il apparaît clairement des développements qui précèdent que le nouveau label européen de véhicule d'investissement de long terme présente des atouts réglementaires certains. Toutefois, les clarifications attendues du régulateur européen et les éventuelles incitations fiscales françaises complémentaires joueront un rôle essentiel dans le succès futur de ces véhicules, en particulier en cas de distribution auprès de clients de détail qu'il faudra inciter à conserver leurs investissements sur le long terme⁷². Car si le cadre réglementaire des ELTIF a fait l'objet d'une harmonisation au niveau de l'Union européenne, les États membres conservent la liberté de la mise en place d'un régime fiscal favorable. ■

66. Guide sur les fonds européens d'investissement à long terme (FEILT ou ELTIF), AMF, 21 janvier 2016.

67. Un FIA « par nature » est un FIA mentionné au II de l'article L.214-24 du Code monétaire et financier.

68. Un FIA « par objet » également désigné sous le vocable « autre FIA » n'est pas explicitement mentionné dans le Code monétaire et financier mais répond aux critères de la définition des FIA.

69. Exemple : la prise en compte des contraintes actuelles de liquidité des organismes de placement collectifs immobiliers par rapport aux ratios de composition des portefeuilles prévus par le Règlement ELTIF.

70. Fiche de demande d'agrément – FIA ELTIF / FEILT en application directe du règlement (UE) n° 2015/760 annexée au Guide sur les ELTIF de l'AMF précité.

71. Instruction n° 2014-03 relative à la procédure de commercialisation de parts ou actions de FIA, AMF, 30 juin 2014 (modifiée).

72. Par un communiqué de presse daté du 21 avril 2016, l'AMF a précisé que les deux premiers ELTIF agréés en France sont des fonds professionnels spécialisés ayant le statut de sociétés de libre partenariat qui sont réservés aux investisseurs professionnels.