

CHRONIQUE

GESTION DE PORTEFEUILLE



FABRICE BUSSIÈRE

Direction
juridique
Amundi



ISABELLE RIASSETTO

Professeur
à l'Université
du Luxembourg



MICHEL STORCK

Professeur
à la faculté
de droit
de Strasbourg

Gestion collective – Fonds européens d'investissement long terme – FEILT – European Long-term Investment Funds (ELTIF).

Règlement (UE) du Parlement européen et du Conseil relatif aux fonds européens d'investissement à long terme¹.

Commentaire d'Isabelle Riassetto

Le 20 avril 2015, le Conseil a adopté le Règlement (UE) relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (FEILT) – *European Long-term Investment Funds* (ELTIF). En juin 2013, la Commission européenne² avait pris l'initiative de proposer de créer un cadre harmonisé pour des fonds d'investissement à long terme, afin de faciliter l'investissement dans des entreprises et des projets de longue durée. Le Parlement européen avait accueilli favorablement cette proposition en séance plénière, le 10 mars 2015. L'introduction de ce nouveau véhicule de gestion collective poursuit l'objectif d'assurer le financement à long terme de l'économie réelle, afin de prendre la voie d'une croissance intelligente, durable et inclusive³, conformément à la stratégie Europe 2020, afin que l'économie soit moins exposée à des risques systémiques et plus résiliente⁴. En effet, comme l'énonce le considérant 3 de ce Règlement, « les financements manquent parfois pour les projets dans le domaine des infrastructures de transport, de la production ou de la distribution d'énergie durable, des infrastructures sociales (logements ou hôpitaux), du déploiement de nouveaux systèmes

et technologies permettant de réduire la consommation de ressources et d'énergie, ou du développement des PME. Comme l'a montré la crise financière, compléter les financements bancaires par des sources de financement plus variées permettant de mieux mobiliser les marchés de capitaux pourrait aider à combler les manques de financements. À cet égard, les FEILT peuvent jouer un rôle essentiel [...] »⁵.

Ce texte, qui contribue à la création d'un marché européen des capitaux, pose des règles uniformes relatives à l'agrément, les politiques d'investissement, l'information, le régime des parts et la protection des investisseurs de détail. Ces règles viennent en addition de celles de la directive AIFM⁶ (art. 6, § 2). Il convient de souligner que les États membres ne peuvent introduire des dispositions supplémentaires dans le domaine couvert par le Règlement (UE) (art. 1, § 3). Aussi, les gestionnaires de fonds à long terme, en particulier de fonds d'infrastructure, qui ne souhaiteraient pas faire entrer leurs fonds dans ce moule, n'y sont pas contraints. Mais ils renoncent corrélativement aux avantages de ce régime.

Nature juridique du FEILT. Les FEILT sont des fonds d'investissement alternatifs (FIA) gérés par des gestionnaires de FIA agréés conformément à la directive AIFM (art. 6 ; consid. 8). Ils peuvent constituer des compartiments d'investissement (art. 8). Toutefois, les règles relatives aux FEILT ont un champ d'application plus restreint que celui de la directive AIFM en ce sens que seul un FIA de l'Union, géré par un gestionnaire établi et agréé dans l'Union, peut être agréé comme FEILT (art. 3, § 2). En conséquence, les FIA de pays tiers ne peuvent être commercialisés en tant que FEILT. Les FEILT ne peuvent pas non plus se transformer en OPC n'entrant pas dans le champ du règlement FEILT (FIA ou OPCVM). En revanche, le champ du Règlement (UE) est plus large que ne l'est la

1. 2013/0214 (COD) PE-CONS 97/14, EF 352, ECOFIN 1190, CEDOC 2479, Regulation of the European Parliament and of the Council on European Long-term Investment Funds, Brussels, 20 mars 2015.

2. Commission européenne, Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relative aux fonds européens d'investissement à long terme COM (2013) 462 final, 2013/0214 (COD), 26 juin 2013.

3. V. art. 1^{er}, § 2.

4. Cette mesure a été annoncée par la Commission dans sa communication d'octobre 2012 intitulée « Acte pour le marché unique II » et dans son Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne. V. Th. Bonneau, « Fonds européens d'investissement à long terme », *RD banc. et fin.* 2014, comm. 86.

5. V.AFG, Le financement à long terme des infrastructures par les fonds d'investissement, févr. 2015, www.afg.asso.fr.

6. Dir. 2011/61/UE du 8 juin 2011 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, dite directive AIFM.

directive AIFM, en ce qu'il permet la commercialisation des parts ou actions d'un FEILT via le passeport européen non seulement auprès d'investisseurs professionnels comme le prévoit cette directive, mais également auprès d'investisseurs non-professionnels.

En pratique, un certain nombre de FIA de droit français pourraient adopter le régime du FEILT, tels que les fonds professionnels spécialisés, les fonds de capital investissement⁷ et les organismes de placement collectifs immobiliers (OPCI). L'investissement à long terme pouvant intégrer une évaluation des critères ESG, il est regrettable que cette dimension n'ait pas été introduite dans le Règlement (UE).

Investisseurs concernés. Les FEILT sont accessibles à tous types d'investisseurs, professionnels ou de détail (art. 2). Ils sont conçus pour répondre aux besoins des investisseurs institutionnels et des particuliers prêts à immobiliser leur capital sur une longue durée, en contrepartie d'un revenu stable et régulier⁸. Ils devraient notamment intéresser les régimes de retraite et les compagnies d'assurance, les municipalités, les églises, les associations caritatives et les fondations, ainsi que des particuliers ayant la possibilité d'engager une partie de leur épargne sur une longue période. Le FEILT devrait en outre pouvoir séduire des investisseurs de détail, eu égard à l'allongement de la durée de vie et le besoin de financement des retraites. On observera que la notion d'« investisseur semi-professionnel », entendue comme tout investisseur de détail qui s'engage à investir un minimum de 100 000 euros, introduite par le Parlement européen en première lecture, ne figure pas dans le texte définitif adopté par le Conseil. Cette troisième catégorie, retenue par les règlements EuSEF⁹ et EuVECA¹⁰, a suscité des discussions, sachant que les directives MIF et AIFM en ignorent l'existence¹¹.

Agrément. Le FEILT ne peut être commercialisé avant d'avoir obtenu l'agrément (art. 3) de l'autorité compétente de son Etat membre (en France, l'AMF). La dénomination « ELTIF » ou « *European Long-term Investment Fund* » est réservée à des fonds qui ont été agréés en conformité avec le Règlement européen éponyme (art. 4, § 1). Cet agrément vaut passeport européen pour la commercialisation de ses parts ou actions. Le gestionnaire, qui doit être agréé comme gestionnaire AIFM, doit en outre demander à être agréé pour gérer un FEILT¹².

Politique d'investissement. Le Règlement (UE) pose certaines exigences quant à la politique d'investissement du FEILT. Pour ce qui concerne la nature des actifs éligibles, un FEILT peut investir dans deux catégories d'actifs : les « actifs d'investissement » et les actifs mentionnés à l'article 50 de la directive 2009/65/CE, dite directive OPCVM IV. Alors que les premiers présentent la particularité d'être illiquides, les seconds permettent au contraire d'assurer une réserve de titres liquides. Les « actifs d'investissement », sont des titres de capitaux propres ou de quasi capitaux propres émis par une « entreprise éligible au portefeuille » des instruments de dette émis par celle-ci et/ou des prêts accordés par le FEILT à celle-ci, des parts ou actions de FEILT, d'EuVECA ou d'EuSEF (à condition que ces fonds ne détiennent pas eux-mêmes plus de 10 % de leur capital dans des FEILT), ainsi que des participations directes ou indirectes, par l'intermédiaire d'entreprises éligibles au portefeuille, dans des actifs physiques – *real asset* – individuels (par exemple des biens immobiliers, des infrastructures etc.¹³) nécessitant chacun des dépenses d'investissement initiales minimales de 10 millions d'euros, ou l'équivalent dans la devise dans laquelle est contractée la dépense, au moment où elle est contractée (art. 10). Les « entreprises éligibles au portefeuille » sont des entreprises établies dans un Etat membre ou dans un pays tiers non listé par le GAFI qui ne sont pas des OPC, ni des entreprises financières¹⁴. Elles ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation au sens de la directive MIF ou, lorsqu'elles le sont, leur capitalisation boursière ne doit pas excéder 500 millions d'euros - PME - (art. 11)

Le règlement impose au FEILT de se conformer à des règles de répartition des actifs, afin d'éviter une concentration excessive de capitaux sur un seul actif (art. 13) et, partant, d'en limiter les risques. Il doit investir au moins 70 % de son actif dans des « actifs d'investissement » éligibles. Des ratios de diversification sont prévus : le FEILT ne peut investir plus de 10 % de son actif : dans des actifs éligibles émis par un même émetteur ; directement ou indirectement dans un même actif physique ; dans des parts ou actions d'un même FEILT, EuVECA ou EuSEF. Il ne peut détenir plus de 5 % de son actif en titres éligibles aux OPCVM émis par un même émetteur. En outre, la valeur cumulée des parts ou actions de FEILT, EuVECA et EuSEF en portefeuille ne peut excéder 20 % de la valeur du capital du FEILT (art. 13, § 3).

Les 30 % maximum restants peuvent être investis en titres éligibles aux OPCVM au sens de la directive OPCVM IV.

7. Fonds de capital investissement agréés : fonds commun de placement à risque (FCPR), fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI), fonds d'investissement de proximité (FIP).

8. Le FEILT apparaît comme une bonne alternative aux comptes bancaires et aux obligations d'Etat dans un contexte de faibles taux d'intérêts.

9. Règlement (UE) n° 346/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens, JOUE L 115, 25 avril 2013, p. 18, art. 6, § 1.

10. Règlement (UE) n° 345/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens, JOUE L 115, 25 avril 2013, p. 1, art. 6, § 1.

11. V. la position de l'EFAMA favorable à l'introduction de cette catégorie d'investisseurs. EFAMA detailed comments on the provision of the Regulation on European Long-term Investment Funds, www.efama.org.

12. Pour les FEILT autogérés, la demande doit porter à la fois comme agrément FEILT et comme AIFM (art. 5, § 5).

13. V. art. 2, § 6.

14. Par entreprise financière, l'article 2 du règlement (UE) entend : (a) un établissement de crédit au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 1, du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil ; (b) une entreprise d'investissement au sens au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 2, du règlement (UE) n° 575/2013 ; (c) une entreprise d'assurance au sens de l'article 13, point 1, de la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil ; (d) une compagnie financière holding au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 20, du règlement (UE) n° 575/2013 ; (e) une compagnie holding mixte au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 22, du règlement (UE) n° 575/2013. Par dérogation, une telle entreprise peut être éligible si elle finance exclusivement des entreprises éligibles ou des actifs physiques au sens de l'article 10, point e).

En termes de concentration, un FEILT ne peut acquérir plus de 25 % des parts ou actions d'un seul FEILT, EuVECA ou EuSEF (art.15)¹⁵.

Par ailleurs, les FEILT ne peuvent effectuer des ventes à découvert, s'exposer directement ou indirectement sur les marchandises, conclure des prêts/emprunts de titres et des opérations de pension. Ils ne peuvent recourir à des instruments financiers dérivés, sauf pour la couverture des risques inhérents à ses autres investissements.

Ils ne peuvent emprunter des liquidités à hauteur de 30 % de son actif que sous certaines conditions énumérées à l'article 16. L'emprunt doit avoir pour but d'acquérir des actifs éligibles, à l'exception des prêts aux entreprises éligibles, afin d'éviter le *shadow banking*. Il doit être contracté dans la même unité monétaire que l'acquisition des actifs éligibles. Son échéance ne doit pas excéder la durée de vie du FEILT. Les actifs acquis grâce à l'emprunt ne peuvent représenter plus de 30 % de l'actif de ce fonds. Enfin, le recours à l'emprunt doit avoir été mentionné dans la stratégie d'investissement du FEILT.

Afin de prévenir les conflits d'intérêts, un FEILT ne peut investir dans un actif dans lequel son gestionnaire détient ou acquiert un intérêt direct ou indirect autrement que par la détention de parts ou d'actions de FEILT, d'EuSEF, de EuVECA ou d'OPC au sens de l'article 10, paragraphe 2, qu'il gère (art. 12).

Régime des parts ou actions. D'emblée, il convient de souligner que les parts ou actions des FEILT peuvent être commercialisées dans l'Union via le passeport européen auprès de tous types d'investisseurs, professionnels et non-professionnels.

L'émission des parts ou actions doit être conforme aux documents constitutifs du FEILT. Le règlement prévoit également un droit préférentiel de souscription, le fonds ne pouvant émettre des parts ou actions nouvelles à un prix inférieur à sa valeur liquidative sans les avoir d'abord proposées, à ce prix, aux investisseurs existants (art. 20).

Surtout, les investisseurs n'ont pas, en principe, le droit de demander le rachat de leurs parts ou actions - en espèce ou en nature - avant l'échéance du FEILT (art. 18, § 1). Ce fonds est donc un fonds fermé (*closed ended fund*). La règle s'explique par la nature à long terme et illiquide des actifs. Les entreprises cibles doivent pouvoir avoir l'assurance que les FEILT maintiendront leurs investissements sur toute la durée pour laquelle elles ont déclaré en avoir besoin, ce qui n'est guère envisageable si les investisseurs sont autorisés à demander le rachat à tout moment. Ces derniers devront en être clairement informés. Le règlement européen n'impose aucune durée de vie au FEILT ; celle-ci est fixée par son gestionnaire et doit figurer dans ses documents constitutifs. Elle doit cependant être cohérente avec la nature de fonds à long terme du FEILT et suffisante pour couvrir le cycle de chacun des actifs détenus (art. 18, § 3)¹⁶. Cette contrainte risque de

rendre le véhicule moins intéressant, à défaut de mesures fiscales attractives proposées par les États membres en contrepartie de la patience des investisseurs.

Les gestionnaires peuvent cependant mettre en place, à titre dérogatoire, une politique de remboursement permettant sous certaines conditions de demander le remboursement avant l'échéance (art. 18). Les investisseurs pourront en outre les revendre librement sur un marché secondaire, le règlement prévoyant la possibilité de coter les parts ou actions des FEILT sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation au sens de la directive MIF, assortie de l'interdiction pour le règlement ou les statuts du fonds d'y faire obstacle (art. 19)

Par ailleurs, le FEILT peut distribuer régulièrement ses revenus – notamment des plus-values de cession de ses actifs – conformément à une politique de distribution précisée dans ses documents constitutifs¹⁷. Il peut en outre réduire son capital au prorata, dans le cas où il a cédé l'un de ses actifs, dans l'intérêt des investisseurs, avant la fin de sa durée de vie.

Information. Les parts ou actions d'un FEILT ne peuvent être commercialisées sans publication préalable d'un prospectus (du type de celui de la directive 2003/71/CE et du règlement (CE) n° 809/2004). Elles ne peuvent l'être à destination d'investisseurs de détail sans publication préalable d'un document d'informations clés, conformément au Règlement (UE) n° 1286/2014 - règlement PRIIPS. Le prospectus contient les renseignements nécessaires aux investisseurs pour pouvoir apprécier en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé, et notamment les risques inhérents à celui-ci (art. 23, § 1 et 2). L'article 23 énumère en son paragraphe 3 les mentions obligatoires minimales. L'accent est placé sur le caractère illiquide des actifs (art. 22, § 4) ainsi que sur le niveau des différents coûts que les investisseurs auront à supporter de manière directe ou indirecte.

Règles de protection des investisseurs non-professionnels. Compte tenu du fait que les FEILT sont ouverts tant aux investisseurs professionnels que de détail, le Règlement (UE) impose certaines règles additionnelles destinées à protéger plus particulièrement ces derniers. Le gestionnaire doit préalablement établir et mettre en œuvre une procédure interne d'évaluation du FEILT, afin d'apprécier s'il est adapté à la commercialisation auprès d'investisseurs de détail. Le gestionnaire¹⁸ ou le distributeur est ensuite tenu de s'informer sur l'investisseur¹⁹ dans le but de vérifier l'adéquation du FEILT à sa situation (art. 28), puis de lui fournir un conseil en investissement (art. 30, § 1). Lorsque la durée de vie du FEILT excède 10 ans, un avertissement écrit doit indiquer clairement que ce produit ne convient pas aux investisseurs dans l'im-

15. Le ratio de concentration de l'article 56 de la directive OPCVM IV s'applique aux actifs liquides du FEILT.

16. Les circonstances dans lesquelles la durée de vie du FEILT est suffisamment longue seront précisées par l'ESMA.

17. Les revenus dont le FEILT a besoin pour honorer ses engagements futurs ne doivent pas être distribués.

18. Le gestionnaire qui se charge directement de la commercialisation doit être agréé pour la gestion de portefeuille pour compte de tiers ou le conseil en investissement.

19. Ce devoir de se renseigner recouvre la connaissance et l'expérience du client, sa situation financière intégrant ses capacités à supporter des pertes, ses objectifs incluant son horizon d'investissement.

possibilité d'assumer un engagement illiquide à long terme (art. 28, § 2). En outre, les investisseurs de détail détenant un portefeuille d'instruments financiers dont la valeur est inférieure à 500 000 euros ne peuvent pas investir plus de 10 % de leur patrimoine financier dans des FEILT, pour autant que le montant initial investi dans un ou plusieurs FEILT n'est pas inférieur à 10 000 euros (art. 30, § 2). Les gestionnaires ou commercialisateurs devront donc tenir compte des investissements réalisés par leurs clients auprès d'autres gestionnaires.

Par ailleurs, le dépositaire d'un FEILT ouvert à des investisseurs de détail est tenu de respecter les règles de la directive OPCVM IV (entités éligibles, interdiction des clauses relatives à la responsabilité et de l'utilisation des actifs) (art. 29). En présence de deux catégories d'investisseurs, le Règlement (UE) ne précise pas les règles appli-

cables (distributivité ou alignement sur les OPCVM)²⁰. Il est à craindre que la rigueur de ces mesures ne détourne les investisseurs professionnels de ce type de véhicule et qu'il se crée en pratique deux sous-catégories de FEILT en fonction des investisseurs cibles. Il reste qu'il est toujours possible de créer des compartiments et/ou des catégories de parts différentes pour chaque type de clientèle²¹.

Le Règlement entrera en vigueur vingt jours à compter de sa publication au Journal Officiel de l'Union européenne et sera applicable dans les 6 mois de son entrée en vigueur (art. 38). Il faut espérer que ce véhicule connaisse le succès qu'il mérite. ■

20. Sachant qu'un FEILT, comme tout FIA, ne peut avoir qu'un seul dépositaire.

21. En ce sens, v. J. Duhamel, « Les FEILT : nouveau régime d'investissement pour la croissance européenne », *Agefi*, avril 2015.

Consultation de l'ESMA sur les catégories de parts ou d'actions des OPCVM.

Discussion Paper, Share categories of UCITS, ESMA/2014/1577).

L'ESMA a publié fin décembre 2014 un « Consultation Paper » sur les créations de catégories d'actions (ou parts) des OPCVM. Les 14 questions soulevées par l'ESMA dans cette consultation, ainsi que les 27 réponses qui ont été adressées par des professionnels permettent de faire point sur les catégories d'actions ou de parts au sein d'un OPCVM. Ces catégories sont autorisées par la directive OPCVM, mais ne sont pas spécialement réglementées, ce qui donne lieu à d'importantes divergences dans les pratiques nationales.

Commentaire de Michel Storck.

La création de catégories de parts ou d'actions permet aux sociétés de gestion d'offrir aux investisseurs, au sein d'un fonds ayant une stratégie d'investissement définie, un régime différencié de traitement ou de risques. Les catégories de parts ou d'actions d'OPCVM, à la différence des compartiments, ne sont pas des sous-catégories du fonds mais sont des sous-catégories des parts ou actions émises par le fonds. La détermination d'une stratégie d'investissement d'un fonds ou d'un compartiment de fonds n'implique pas un régime unitaire d'exposition aux risques pour les investisseurs de ce fonds : les catégories de parts ou d'actions relèvent d'un même OPCVM et permettent aux investisseurs de réaliser un certain niveau de personnalisation de leur investissement correspondant à leurs besoins spécifiques. Une telle flexibilité repose sur un mécanisme plus simple et moins onéreux qu'une création d'un nouveau fonds ou de compartiments au sein d'un fonds. Les investisseurs (notamment les investisseurs institutionnels et les gérants de fonds de fonds) peuvent ainsi concentrer leurs investissements sur un nombre limité de fonds, tout en gardant la possibilité de modifier par la suite le niveau de risques par changement de catégorie au sein du fonds, sans sortir du fonds et en continuant à bénéficier de la même stratégie d'investissement. Cette classification permet aussi à la société de gestion de commercia-

liser, sous un même OPCVM, des catégories de parts « de détail » et de parts « institutionnels », distinguées par des frais de gestion ou commissions de souscription-rachat plus faibles en contrepartie d'un investissement initial plus important, ou de commercialiser des parts destinées à des réseaux de distribution différents.

L'ESMA précise dans cette consultation quels peuvent être les éléments de différenciation entre les catégories de parts ou d'actions au sein d'un fonds : la création de catégories ne doit être utilisée que pour des spécificités mineures, elle n'a pas d'impact sur le risque global des autres catégories, elle ne remet pas en cause l'unicité de la stratégie d'investissement de l'OPCVM toutes catégories confondues ; par ailleurs, l'information des investisseurs doit être complète. Un autre principe mériterait d'être ajouté à ce cadre : l'égalité de traitement des porteurs de parts au sein de chaque catégorie.

Selon l'ESMA, le principe d'unicité de la stratégie de gestion pour toutes les catégories de parts est respecté lorsque la spécificité de catégories créées repose sur le montant souscrit, le type de clientèle visée (investisseur institutionnel ou de détail), le niveau des frais, la devise, le mode de distribution des revenus (par capitalisation ou par distribution), les droits de vote, le mode de détention (nominatif ou au porteur) ou la couverture de change.

En revanche, lorsqu'il y a absence d'unicité de stratégie de gestion ou risque de détérioration de la valeur des actifs entre les parts du fonds, la création de catégories de parts ou d'actions est à proscrire : il convient alors de constituer un nouvel OPCVM ou un compartiment. Selon l'ESMA, tel serait le cas pour une couverture d'un risque de taux qui serait réservée à une seule catégorie, ainsi que pour des expositions à des marchés différents par la création de poches d'actifs distinctes ou par le partage d'un même portefeuille physique mais en ayant des swaps distincts. De même, un OPCVM structuré ne pourrait pas proposer des catégories ayant des niveaux de protection ou de payoff différents. L'ESMA écarte également la possibilité de créer des catégories à levier.

En droit français, depuis la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 relative à la sécurité financière, un OPCVM peut créer