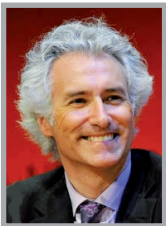




PROJET DE DIRECTIVE SUR LES FONDS ALTERNATIFS ET CAPITAL-INVESTISSEMENT

CHRONIQUE

D'UN DÉSASTRE ANNONCÉ ?



Pierre de Fouquet

Managing Partner
Iris Capital
Management

Président sortant
Afic

La proposition de directive sur les fonds alternatifs concerne à la fois les fonds d'arbitrage et le capital-investissement : pour l'Afic*, cette ambition d'une régulation commune est vouée à l'échec. L'analyse de deux propositions concrètes inscrites dans ce projet, le principe de l'évaluateur indépendant et le cas d'acquisition du contrôle de sociétés, montrent comment il peut nuire à l'industrie du capital-investissement.

La Commission européenne a publié le 30 avril 2009 une proposition de directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, présentée sur le site de la Commission comme une première proposition de réglementation européenne sur les fonds spéculatifs [1]. En réalité, cette proposition

visait l'ensemble des gestionnaires de fonds alternatifs, définis comme tous les fonds non réglementés par la Directive OPCVM, et plus précisément les *hedge funds* [2] et les fonds de capital-investissement, ainsi que les fonds immobiliers, les fonds de matières premières, les fonds d'infrastructure, etc.

UNE RÉPONSE INAPPROPRIÉE À UN PROBLÈME MAL POSÉ

La proposition de directive trouve essentiellement sa source dans les rapports successifs du Parlement européen sur les fonds d'arbitrage et le capital-investissement, émanant respectivement de la Commission des affaires juridiques (Rapport Lehne du 7 juillet 2008, encadré 1) et de la Commission des affaires économiques et monétaires (Rapport Rasmussen du 11 septembre 2008, encadré 1). Ces rapports déclaraient nécessaire une distinction entre les deux classes d'actifs visées – les fonds d'arbitrage et le capital-investissement –, mais, une fois cette pétition de principe formulée, oublièrent cette nécessaire distinction dans les mesures préconisées. On retrouvera cette même

plan global visant à combler les lacunes réglementaires qui ont contribué à l'éclatement de la crise financière. Les fonds spéculatifs (hedge funds) sont des fonds d'investissement à haut risque spéculant sur les mouvements des marchés en vue de maximiser leurs profits. [...] Lors du sommet du G20 qui s'est tenu en avril, les dirigeants des vingt principales économies mondiales ont affiché leur volonté d'encadrer les grands fonds spéculatifs".

[2] En anglais, dans la version française du texte publié par la Commission. La confusion ainsi entretenue entre *hedge funds* et fonds alternatifs se double d'une difficulté de traduction en français :

- le rapport Rasmussen (voir ci-après), "Hedge Funds and Private Equity Funds" a été publié par le Parlement européen, dans sa version française, sous le titre "Fonds alternatifs et fonds de capital-investissement" ;

- le G20, dans la traduction française du communiqué officiel publiée sur le site du ministère des Finances parle de "fonds spéculatifs", comme le fait le site de la Commission européenne dans sa présentation de la proposition de Directive. À la traduction littérale - "fonds de couverture" -, on préférera l'expression "fonds d'arbitrage", qui décrit le mieux l'activité sous-jacente.

* Association Française des Investisseurs en Capital.

[1] Le site de la Commission poursuit en précisant que "ces mesures font partie d'un

1. ORIGINE RÉGLEMENTAIRE DE LA PROPOSITION DE DIRECTIVE

Les rapports Lehne et Rasmussen

■ Le rapport Lehne portait essentiellement sur les questions de transparence, notamment dans la relation entre les fonds et les sociétés investies, avec une demande spécifique, s'agissant du capital-investissement, d'interdiction de "dépouillement" des actifs (*asset stripping*) des sociétés par les fonds.

■ Le rapport Rasmussen avait, quant à lui, une ambition beaucoup plus large, visant à réglementer tant les fonds que les fournisseurs et arrangeurs de crédits ou les agences de notation, mais également tant l'infor-

mation communiquée par les gestionnaires de fonds à leurs investisseurs, que celle transmise par ceux-ci à leurs mandants, ou bien encore celle fournie par les gestionnaires de fonds aux sociétés investies, etc. Cette volonté de tout réglementer résulte du considérant n° 1 dudit rapport, qui énonce, sans aucun argumentaire, que "les fonds [...] ne sont actuellement pas suffisamment réglementés". Cette nouvelle *doxa*, que l'on appellera "l'impératif réglementariste", et sa logique "attrape-tout" se retrouveront d'ailleurs dans la proposition de directive.

2. RAPPORT

"Private Equity and Venture Capital in European Economy", la réponse des professionnels à la Commission européenne

■ La profession y présente le modèle économique du capital-investissement. Il explique pourquoi ce modèle n'est pas porteur de risque systémique et comment il gère ses risques spécifiques. Il met en avant la capacité du capital-investissement à contribuer à la sortie de crise. Le document présente ensuite une analyse détaillée de la couverture réglementaire de la profession, d'ordres juridiques variés

(loi, contrat, code professionnel...), avec une cartographie de la situation en Europe. Prenant acte de l'hétérogénéité existante, notamment au regard des législations nationales et du rôle des instances de contrôle, le document formule une proposition de constitution d'un standard professionnel unifié de haut niveau, avec la perspective de le rendre obligatoire et contrôlable.

contradiction dans la proposition de directive.

Enfin, la proposition de directive fait référence au rapport sur la supervision financière dans l'Union européenne, dit rapport de Larosière [3], en précisant qu'elle s'inscrit dans le programme de la Commission visant à étendre une réglementation et une surveillance appropriées à tous les acteurs et activités qui comportent des risques significatifs. La proposition fournit une liste de "risques" auxquels seraient exposés les gestionnaires de fonds alternatifs, tels que, concernant spécifiquement le capital-investissement, les "risques associés à la gouvernance des sociétés de portefeuille"... qui ne relèvent certes pas des risques financiers usuellement recensés. En fait, le seul risque systémique ou "macroprudentiel" relevé concerne les fonds d'arbitrage de grande taille, que le rapport de Larosière décrit plus précisément dans un chapitre consacré au "système bancaire parallèle". La proposition de directive reconnaît

d'ailleurs explicitement que "les fonds de capital-investissement [...] n'ont pas contribué à l'augmentation des risques macro-prudentiels".

L'élaboration de la proposition est censée avoir donné lieu à de vastes consultations sur le caractère adéquat des dispositions réglementaires applicables aux gestionnaires de fonds non-OPCVM, ainsi qu'à des consultations ciblées relatives aux activités des fonds d'arbitrage. En réalité, la proposition a totalement ignoré les observations et propositions formulées par la profession du capital-investissement, à travers ses organisations représentatives aux niveaux européen (EVCA) et national (AFIC, BVCA, BVK etc.). Dans le document publié à Bruxelles le 25 février 2008 sous le titre "Private Equity and Venture Capital in European Economy - an Industry Response to the European Parliament and the European Commission", le groupe de travail *ad hoc* mis en place par la profession présentait le modèle économique du capital-investissement en le différenciant des autres classes d'actifs alternatifs, et plus particulièrement des fonds d'arbitrage (encadré 2).

LES CARACTÉRISTIQUES "FONDATRICES" DE LA PROPOSITION DE DIRECTIVE

Les quatre caractéristiques "fondatrices" de la proposition de directive se résument comme suit :

■ le côté "attrape-tout" repris du rapport Rasmussen, pour des raisons de complaisance politicienne et d'obéissance à l'impératif réglementariste conforme à la mode actuelle ;

■ la référence à la supervision des risques macro-prudentiels, pourtant explicitement reconnue comme non pertinente pour le capital-investissement ;

■ la contradiction entre l'affirmation de principe d'une nécessaire distinction entre les différentes classes d'actifs "alternatifs" et l'absence concrète d'une telle distinction dans les mesures proposées ;

■ l'absence de concertation avec la profession du capital-investissement de la part de rédacteurs ayant à l'évidence une compréhension limitée du modèle économique de cette classe d'actifs.

Il n'est pas étonnant qu'avec de tels fondements, la proposition de la directive ne soit en l'état un très mauvais projet, à certains égards impraticable, mais risquant de pénaliser lourdement le développement du capital-investissement en Europe et, par suite, le financement des PME et des sociétés innovantes, allant *in fine* à l'encontre de ce qui devrait constituer l'une des priorités des décideurs politiques en Europe pour favoriser la meilleure sortie de crise.

[3] Rapport publié par la Commission le 25 février 2009 à Bruxelles sous le titre "The Hight Level Group of Financial Supervision in the EU".



3. FONDS D'ARBITRAGE ET CAPITAL-INVESTISSEMENT

Deux classes d'actifs alternatifs fondamentalement différentes

Un résumé des principales différences entre les deux classes d'actifs devrait permettre de comprendre pourquoi l'ambition d'une régulation commune est par principe vouée à l'échec.

	FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT (<i>private equity</i>)	FONDS D'ARBITRAGE (<i>hedge funds</i>)
CAPITAUX SOUS GESTION	<ul style="list-style-type: none"> reçoivent des souscriptions en capital d'investisseurs institutionnels ou de personnes physiques ; ne portent pas de dettes, à de très rares exceptions près, qui s'analysent comme des anomalies au regard de l'équilibre actif/passif desdits fonds ; ne peuvent pas se trouver dans une situation d'incapacité à faire face à une obligation de remboursement d'un créancier et ne sont donc pas faillibles. 	<ul style="list-style-type: none"> recourent fréquemment à l'effet de levier dans la structuration du fonds ; sont confrontés à l'obligation contractuelle de remboursement de leur dette.
DURÉE D'ENGAGEMENT	<ul style="list-style-type: none"> 10 ans, plus 1 à 2 années d'extension possible ; les engagements sont appelés au fur et à mesure des besoins et les distributions s'effectuent à flux tendus ; le souscripteur n'a aucun droit de retrait ; les fonds de capital-investissement ne portent aucun risque de liquidité vis-à-vis de leurs souscripteurs ; ceux-ci ne sont en droit d'exiger aucune distribution anticipée si l'investisseur veut obtenir une liquidité anticipée sur son investissement, il peut rechercher un acquéreur pour sa quote-part ; cette cession se négociera de gré à gré, en général avec une décote sur l'actif net du fonds. 	<ul style="list-style-type: none"> offrent à leurs investisseurs un droit à liquidité, en général à certaines échéances périodiques, qui implique de disposer d'une trésorerie suffisante ; au niveau microéconomique, soumis à une forte demande de liquidité de la part de ses investisseurs, ils peuvent être conduits à mener une politique de désinvestissement volontariste ; au niveau macroéconomique, si de nombreux et/ou d'importants fonds d'arbitrage sont soumis à une forte demande de liquidité, leur pression à la vente peut avoir un effet puissamment déflationniste.
NATURE DES INVESTISSEMENTS	<ul style="list-style-type: none"> en capital (actions ou valeurs mobilières donnant accès au capital), dans des sociétés non cotées ; les investissements dans les sociétés cotées sont très minoritaires et obéissent généralement à deux cas de figure : <ul style="list-style-type: none"> – <i>public to private</i>, investissement dans une société cotée avec une perspective de retrait de la cote, donc de retour au non-coté ; – <i>private into public equity</i>, investissement dans une société cotée, le plus souvent dans le cadre d'une augmentation de capital réservée. 	<ul style="list-style-type: none"> investissent sur une très grande variété d'actifs, réels (matières premières) ou financiers (actions, obligations...), plus ou moins complexes ou "structurés" (dérivés, indicies, composites etc...) ;
HORIZON D'INVESTISSEMENT	<ul style="list-style-type: none"> investissent sur une durée moyenne de 4 à 5 ans, souvent plus longue dans le segment du capital-risque ; les gestionnaires de fonds, qui généralement siègent dans les organes de gouvernance de l'entreprise investie, signent avec les actionnaires-dirigeants de la société un pacte prévoyant un horizon de sortie, afin que celle-ci, quelle qu'en soit la modalité (cession en bourse, cession industrielle, cession à un autre fonds), s'effectue de façon organisée et sans précipitation. 	<ul style="list-style-type: none"> durées courtes, voire très courtes, le plus fréquemment en misant sur des anticipations d'oscillations de court terme des marchés, rarement sur les fondamentaux à moyen-long terme des sociétés ; les exigences de liquidité peuvent conduire les fonds d'arbitrage à devoir "déboucler" les positions acquises par anticipation sur un calendrier optimal en termes de rendement.
PERFORMANCE ET INTÉRESSEMENT	<ul style="list-style-type: none"> appréciée <i>in fine</i>, après que le fonds ait été totalement désinvesti. Les valorisations intermédiaires n'ont qu'un caractère indicatif ; ni les investisseurs, ni les gestionnaires ne sont rémunérés en fonction des valorisations ; le mécanisme d'intéressement (<i>carried interest</i>) est dépendant de la performance <i>in fine</i> du fonds et assure un parfait alignement d'intérêts entre investisseurs et gestionnaire ; le gestionnaire ne peut bénéficier de son intéressement qu'après que l'investisseur ait récupéré son investissement, généralement augmenté d'un rendement minimum prioritaire (<i>hurdle</i>). 	<ul style="list-style-type: none"> horizons de temps infiniment plus courts, avec des mécanismes d'intéressement obéissant à une logique "court-termiste"

Le capital-investissement collecte des ressources longues et stables pour des emplois longs et stables : il transforme du capital en capital. Cette adéquation actif - passif se double d'un alignement d'intérêts strict entre les souscripteurs des fonds, les gestionnaires des fonds, les gestionnaires et actionnaires des sociétés investies par les fonds. Ce modèle, qui constitue l'essence

même du capital-investissement, se différencie radicalement de la logique de fonctionnement des fonds d'arbitrage (Voir le rapport du Conseil d'analyse économique publié sous la direction de J. Glachant, J.-H. Lorenzi et Ph. Trainar : "Private Equity et capitalisme français", La Documentation française, septembre 2008).

DES DISPOSITIONS INADAPTÉES

Plutôt que de formuler une liste des griefs à l'encontre de la proposition de directive [4], il nous est apparu plus pédagogique d'illustrer, à partir de deux exemples concrets et significatifs, comment et pourquoi la proposition de directive risque de porter lourdement atteinte à l'industrie du capital-investissement en Europe, sans aucun bénéfice en contrepartie.

■ **Le principe de l'évaluateur indépendant.** La proposition de directive, dans son article 16, pose le principe de la nécessité d'un évaluateur indépendant du gestionnaire... tout en affirmant un peu plus loin que le gestionnaire doit veiller à ce que "l'évaluateur dispose de procédures appropriées et cohérentes pour évaluer les actifs du fonds alternatif". Il est en outre précisé que l'évaluateur doit intervenir au moins une fois par an et à chaque fois que des parts du fonds sont créées ou remboursées.

On relèvera en premier lieu la contradiction entre l'affirmation de la nécessité d'un évaluateur indépendant du gestionnaire et l'affirmation suivante selon laquelle "le gestionnaire veille à ce que l'évaluateur", etc. contradiction potentiellement lourde de conflits de responsabilité.

En second lieu, ces évaluations qui, dans le cas du capital-investissement, ne sont pas annuelles, mais semestrielles (le plus souvent trimestrielles) et n'ont d'influence ni sur le rendement des capitaux souscrits par les investisseurs, ni sur l'intéressement des gestionnaires, sont techniquement complexes et obéissent à des normes professionnelles internationales édictées par un comité *ad hoc*, l'IPEV Board, d'origine européenne [5].

Dans la pratique internationale, la valorisation est inhérente à la mission du gestionnaire, ainsi qu'il est stipulé dans le règlement des fonds. Les dispositifs existants – valorisation par le gestionnaire sur la base d'une méthodologie définie par l'IPEV, en conformité avec les normes comptables internationales ; puis révision par le Commissaire aux comptes sur une base au minimum annuelle ; et éventuellement, selon les dispositions du règlement du fonds, validation par un comité formé par les principaux investisseurs du fonds – n'ont, jusqu'à ce jour, soulevé aucune objection, et notamment pas de la part des investisseurs. Dans son travail d'évaluation, le gestionnaire est guidé par les règles de l'IPEV et contrôlé par un tiers extérieur professionnel, sous le

regard des investisseurs. Pour chaque ligne du portefeuille, le gestionnaire a nécessairement en référence la thèse d'investissement (valorisation d'entrée, plan d'affaires, rendement attendu), les comparables (s'il en existe), l'évolution du sous-jacent et de son marché, les perspectives de sortie. Il sait qu'il devra se justifier d'une absence d'anticipation, dans ses évaluations périodiques, sur les événements touchant directement la valeur de la participation (nouveau tour de financement, par exemple) ou entraînant la sortie du portefeuille (faillite, cession etc.).

On ne voit donc pas quel bénéfice générerait le recours à une tierce évaluation, ni qui en serait le bénéficiaire. On voit en revanche parfaitement les difficultés engendrées par la mise en place d'une telle procédure, à la fois en terme de lourdeur (alors que les investisseurs sont demandeurs de rapidité), de faisabilité (notamment dans le cas de l'évaluation de portefeuilles de fonds de capital-risque à fort contenu technologique) et bien évidemment de coût (que ni les investisseurs, ni le gestionnaire ne voudront supporter).

■ **Les dispositions applicables en cas d'acquisition du "contrôle" de sociétés.** L'une des dispositions les plus étranges figurant dans la proposition de directive se rapporte au cas où un ou plusieurs fonds alternatifs acquièrent une position au capital d'une société européenne non cotée leur conférant plus de 30 % des droits de vote. Si la société concernée dépasse les critères de définition de la PME européenne (250 salariés ; 50 M€ de chiffre d'affaires ; 43 M€ de total de bilan), il s'ensuit des obligations de communication d'informations par les gestionnaires à destination de la société concernée, de ses actionnaires, des représentants des salariés (des "travailleurs", pour reprendre l'expression textuelle), de l'instance de contrôle.

Parmi les informations dont la proposition de directive rend la diffusion obligatoire figurent notamment :
– le plan d'affaires (lors de la prise de participation) ;
– la situation et l'évolution prévisionnelle de l'entreprise aux plans opérationnel et financier, avec une présentation du chiffre d'affaires et de la rentabilité par secteur d'activité (annuellement) ;
– la rotation des effectifs, les suppressions d'emplois et les recrutements (annuellement)...

On observera tout d'abord que définir le franchissement du seuil de 30 % des droits de vote, à un ou à plusieurs, comme caractérisant une prise de contrôle, s'agissant d'une société non cotée, relève de la fantaisie juridique. En France, comme dans tous les pays européens, la loi sur les sociétés définit précisément la notion de contrôle, qui, en termes de pourcentage de droits de

« La proposition de Directive, dans son article 16, pose le principe de la nécessité d'un évaluateur indépendant du gestionnaire »

[4] La réponse de la profession à la proposition de directive a fait l'objet d'une publication à Bruxelles le 25 juin 2009 sous le titre "European Private Equity and Venture Capital Industry - Response to the proposed Directive of the European Parliament and Council on Alternative Investment Fund Managers (AIFM)", consultable sur le site de l'EVCA.

[5] IPEV (International Private Equity Valuation) guidelines, consultables sur privateequityvaluation.com



vote, s'établit à plus de 50 %. S'agissant des sociétés cotées, souvent caractérisées par une fragmentation du capital et des droits de vote, l'acquisition d'un bloc supérieur au tiers des droits de vote, en l'absence d'un autre actionnaire disposant d'un pourcentage égal ou supérieur, peut être considérée comme constitutive d'une prise de contrôle.

Par ailleurs, on notera que, suivant la proposition de directive, il reviendrait à un actionnaire de devoir communiquer à l'extérieur de la société des informations propriété de celle-ci, alors que, *de jure*, comme *de facto*, la maîtrise de la communication de l'information financière incombe exclusivement au *management* de l'entreprise. Une diffusion non maîtrisée de ces informations ultrasensibles peut, en outre, constituer un risque réel pour l'entreprise placée dans un environnement concurrentiel.

Enfin, on relèvera le caractère doublement discriminatoire de cette disposition :

– vis-à-vis des fonds de capital-investissement, et plus généralement de tout fonds d'investissement alternatif, par rapport à d'autres types d'actionnaires non soumis aux dispositions de la directive, et notamment les banques, les caisses de retraite, les compagnies d'assurances, les institutions internationales, les fonds souverains, les actionnaires familiaux, les groupes industriels... ;

– vis-à-vis des sociétés ayant à leur capital un ou des fonds d'investissement alternatifs par rapport aux sociétés ayant un actionariat échappant aux dispositions de la directive, y compris leurs compétiteurs directs.

À la lecture de ces dispositions, il est permis de s'interroger sur la compréhension qu'ont les rédacteurs de la proposition de directive du fonctionnement des entreprises et du marché, comme de leur connaissance du droit des sociétés...

QUELQUES PROPOSITIONS POUR SORTIR DE L'IMPASSE

À travers ces deux exemples, on comprendra aisément que la proposition de directive, en l'état, soit davantage un problème qu'une solution. Cette situation résulte des faiblesses originelles du processus. Pour sortir de cette impasse, il convient de se reposer la question des objectifs poursuivis et de la méthode à mettre en œuvre.

■ **Les enjeux.** Le capital-investissement est un accélérateur de croissance pour les sociétés qu'il finance. Toutes les études statistiques ou économétriques le démontrent : les sociétés accompagnées par des fonds d'investissement surperforment leurs pairs en terme de croissance. Cette surperformance n'est pas simplement liée à la sélectivité des gestionnaires de fonds dans leur politique d'investissement, elle renvoie à la mise en place

“L'une des dispositions les plus étranges figurant dans la proposition de Directive se rapporte au cas où un ou plusieurs fonds alternatifs acquièrent une position au capital d'une société européenne non cotée leur conférant plus de 30 % des droits de vote.”

d'un mode de gouvernance spécifique, organisant un dialogue exigeant entre le *management* des entreprises et un actionnaire professionnel, dans un alignement d'intérêts. La crise n'a pas effacé les fortes disparités, en termes de taux de croissance, entre les grands pôles économiques mondiaux et risque, au contraire, d'accélérer les mutations en cours. Dans ce contexte, l'Europe, qui connaît un différentiel de croissance négatif par rapport à l'Amérique et à l'Asie, devrait mobiliser ses ressources pour organiser une sortie de crise “compétitive”, en investissant sur les industries innovantes et en développant de nouveaux modèles économiques. Cette ré-industrialisation passe essentiellement par les PME et les ETI, dont le capital-investissement constitue la ressource financière par excellence, et plus encore en période de fermeture de l'accès aux marchés financiers. Il est ainsi regrettable que l'Union européenne ne soit pas en capacité de mettre en œuvre un véritable plan de relance du capital-risque à l'échelle de l'Union, alors que l'attentisme des investisseurs institutionnels risque de tarir cette source de financement indispensable au maintien et au développement de la compétitivité.

La proposition de directive, très tournée vers “ce qu'il aurait fallu faire pour éviter la crise” évoque irrésistiblement la ligne Maginot construite pour la “guerre d'avant”. La guerre économique d'aujourd'hui suppose réactivité et anticipation de la part des entreprises et de leurs actionnaires, dans un monde économique changeant et incertain. Ce n'est pas en multipliant les contraintes bureaucratiques que l'on prépare une sortie de crise efficace, ni en dissuadant les capitaux non européens de venir s'investir en Europe. L'industrie du capital-investissement européenne a démontré sa capacité à mobiliser des capitaux non-européens pour financer la croissance des entreprises européennes. Elle doit pouvoir continuer à attirer les ressources en provenance des zones à fort excédent d'épargne (Proche-Orient, Asie...). Dans cette compétition internationale,

elle ne doit pas être bridée par des obligations inutiles et coûteuses.

■ **La bonne démarche.** Le propos n'est pas ici de contester le principe de la réglementation, mais de définir les conditions d'une réglementation adaptée et proportionnée [6]. Sur les principales questions auxquelles se trouve aujourd'hui confronté le capital-investissement, d'ailleurs très inégalement traitées par la proposition de directive, les réponses à apporter sont elles-mêmes très diverses :

- concernant la question du levier – sur laquelle on peut d'ailleurs être plus circonspect que les auteurs de la proposition de Directive quant à l'absence de risque systémique lié à l'usage excessif du levier, non pas au niveau des fonds, mais sur l'investissement des fonds (de LBO) dans les sociétés cibles –, la régulation macro-prudentielle éventuelle à mettre en place relève vraisemblablement plus d'un contrôle portant sur l'offre de crédit que d'une "réglementation" au niveau des fonds eux-mêmes.

- s'agissant des règles de valorisation, la définition par l'IPEV de la juste valeur comme fondement de la méthode de valorisation des portefeuilles de capital-investissement renvoie à un débat plus général sur le caractère procyclique des normes comptables et du principe du *mark-to-market* ; il est donc plus pertinent d'inscrire les évolutions souhaitables des normes professionnelles au sein du chantier des normes comptables, dans une perspective de moindre volatilité, d'autant plus fondée que le capital-investissement obéit à une logique d'investissement de moyen-long terme.

- à propos de la transparence "vers le bas", relative aux obligations d'information des gestionnaires de fonds de capital-investissement vis-à-vis des sociétés investies, de leurs actionnaires et de leurs salariés, on ne voit pas pourquoi des mesures discriminatoires, dont la constitutionnalité apparaît d'ailleurs douteuse, seraient à considérer ; on notera cependant que la profession a pris des initiatives relevant d'une logique de bonnes pratiques [7],

mais la loi doit être la même pour tous ;

- concernant la transparence "vers le haut", liée aux obligations d'information des gestionnaires de fonds de capital-investissement vis-à-vis de leurs souscripteurs, les dispositions prévues dans la proposition de directive ne font que reprendre pour l'essentiel les dispositions figurant déjà dans le règlement des fonds et dans les codes professionnels ;

- relativement au contrôle et à la surveillance, la profession n'est aucunement hostile à l'existence d'une instance externe délivrant une habilitation à exercer l'activité de gestion pour compte de tiers dans le domaine du capital-investissement et exerçant une mission de vérification du respect des normes professionnelles et réglementaires. Ceci existe déjà en France, avec l'AMF, pour les gestionnaires de FCPR. Il importe seulement, encore une fois, que les informations à communiquer et les procédures de contrôle soient pertinentes, adaptées à la profession et gérables par l'autorité de contrôle... et bien évidemment non constitutives d'un désavantage compétitif par rapport aux acteurs économiques concurrents.

REPRENDRE LE PROJET À LA BASE

On le voit, il n'y a pas de difficulté insurmontable pour améliorer le cadre réglementaire dans lequel opèrent les acteurs du capital-investissement. Il faut simplement identifier correctement les problèmes à traiter et trouver des solutions adaptées, en concertation avec les professionnels concernés. La proposition de directive, construite "à l'envers" de la bonne démarche, est donc à reprendre à la base. Pour aider à ce nécessaire mouvement, une solution pourrait consister, s'agissant de sujets techniques et complexes, à confier une mission spécifique à un expert de haut niveau, comme ce fut le cas au Royaume-Uni avec la Commission Walker sur la transparence des fonds de capital-investissement dans leurs opérations sur des sociétés de taille importante ou avec le groupe de Larosière sur la supervision financière dans l'Union européenne. ■

[6] Voir l'analyse, à maints égards prémonitoire, de Ch. de Boissieu dans un article intitulé *Crise financière et régulation des fonds*, publié dans "Hedge Funds, Private Equity, marchés financiers : les frères ennemis ?" sous la direction de B. Jacquillat, Puf, janvier 2008. Voir également le tout récent *position paper* de Noël Amenc, sous le titre : "Quelques réflexions sur la régulation de la gestion d'actifs pour vraiment tenir compte de la crise financière." EDHEC, juin 2009.

[7] En France, par exemple, l'Afisc a publié en juin 2008 une "Charte des investisseurs en capital" comportant des engagements en matière de transparence et de dialogue social. Elle est consultable sur le site de l'Afisc.