



De la part du Public Affairs Executive (PAE) de l' *INDUSTRIE DU CAPITAL INVESTISSEMENT*

12 mars 2010

Capital investissement: Effet de levier et politique d'investissement au niveau des sociétés de portefeuille

L'industrie du capital investissement et du capital risque (PE/VC) est confrontée à une série d'amendements, qui pourraient considérablement porter préjudice au financement de l'Économie réelle par le capital investissement, notamment:

- l'apport de capitaux aux PME, notamment pour l'innovation et les initiatives favorables à la croissance;
- l'aide aux entreprises nécessitant une restructuration, afin de reconstruire la structure de leur capital et de se re-concentrer sur leurs principales activités;
- l'aide aux entreprises pour devenir compétitives par la construction d'une plate-forme de consolidation dans leurs secteurs;
- le soutien aux PME importantes, afin de résoudre leurs problèmes de succession et leur permettre de s'orienter vers une cotation;
- l'aide aux filiales de grandes entreprises, afin de construire une croissance indépendante.

Nous comprenons que ces amendements tendent à micro-réguler les sociétés de portefeuilles, par trois moyens:

- fixer un niveau d'endettement maximum aux sociétés contrôlées par des fonds de capital investissement;
- fixer un plafond à l'effet de levier au niveau du fond, par la consolidation au niveau du fonds des dettes des différentes sociétés contrôlées par le fonds;
- fixer une période de blocage de l'investissement (de deux à cinq ans) après toute prise de participation par le fonds dans une entreprise.

L'industrie du PE/VC ne peut accepter de tels amendements, car ils porteront gravement atteinte à la capacité du capital investissement et du capital risque d'apporter des solutions opérationnelles au financement des entreprises.

L'industrie du PE/VC est prête à travailler sur des propositions réglementaires qui répondront, à la fois, aux préoccupations des investisseurs et des pouvoirs publics et assureront des conditions de concurrence équitables.

1/ La réglementation doit respecter des conditions de concurrence équitables, au niveau des entreprises

- Avec ces amendements, les entreprises concurrentes se trouveront dans une position concurrentielle différente, uniquement en raison de la structure/nature de leur actionariat.
- **Les amendements proposés auraient un impact direct sur la disponibilité et le coût des capitaux pour les entreprises** en activité, notamment les entreprises innovantes et les PME qui font souvent face à des difficultés dans l'accès direct aux prêts et à un manque de capitaux chronique.

- La baisse de la disponibilité des capitaux et l'augmentation de leur coût ont un impact direct sur la stratégie d'une entreprise: sa capacité de réaliser des fusions et des acquisitions, de se concentrer sur le développement de l'innovation et sur ses activités de base dans lesquelles elle est la plus compétitive, et d'attirer des actionnaires institutionnels grâce à sa politique de dividende.
- **Les dispositions relatives à la période minimale de blocage** des capitaux investis (*lock-in period*) seront préjudiciable dans les cas où la création de liquidités est importante et le niveau des dettes a été réduit. **La liquidité sera conservée par l'entreprise au lieu d'être retournée aux actionnaires, pour être ensuite utilisée pour de nouveaux investissements.** La rotation des capitaux sera donc réduite, tout comme les capitaux disponibles pour financer de nouvelles PME, de nouveaux projets innovants et de nouvelles entreprises confrontées à des difficultés de restructuration.
- **Les dispositions relatives à la période minimale de blocage de l'investissement seront particulièrement préjudiciables pour les entreprises soutenues par le capital risque**, qui sont financées par des tours de financement provenant de différents capital risqueurs. Le dernier tour de financement pour les entreprises les plus florissantes, provient souvent de nouveaux capital-risqueurs, dont l'investissement est de court terme: 3 à 12 mois. Le but de ces apports est donc de s'assurer que ces entreprises innovantes ont les ressources suffisantes pour consolider leur part de marché et leur bilan avant leur mise sur le marché, par leur biais d'une introduction en bourse. De tels tours de tables décisifs, mais de courte durée seront impossibles avec la période minimum de blocage. Les entreprises n'auront donc plus le choix de leurs investisseurs et du rythme de leurs différentes phases de développement. Les intérêts des entreprises ne sont pas pris en compte.
- **Les dispositions relatives à la période minimale de blocage de l'investissement pourraient être en contradiction avec les règles de concurrence.** Les autorités de concurrence imposent souvent des cessions de participation comme condition, à l'autorisation d'une opération de concentration. C'est aussi le cas en matière d'aides d'État lorsqu'une entreprise confrontée à des difficultés de restructuration demande un soutien des pouvoirs public. L'implication de toute période de blocage sur ces règles doit être prudemment examinée.
- La consolidation et le plafonnement de l'effet de levier au niveau du fond rendra la capacité des sociétés de portefeuille à lever des capitaux dépendante du niveau d'endettement des autres sociétés de portefeuilles, avec lesquelles elle n'ont aucun lien, autre que celui de partager le même actionariat.
- Il n'est pas économiquement justifié de poser des niveaux généraux d'endettement/participations.

L'analyse des risques liés à la dette ne repose pas uniquement sur le niveau de la dette, mais aussi sur sa structure (ancienneté, subordonnée), son coût (rendement) et sa maturité (échancier de remboursement).

L'analyse des risques doit avant tout reposer sur la situation particulière de l'entreprise. Les entreprises actives dans des secteurs en croissance, disposant d'importantes liquidités ou de cash flow élevés, ou des entreprises de réseau avec des perspectives d'investissements et des liquidités sur le long terme, peuvent supporter un niveau de dettes plus important que des entreprises opérant dans des secteurs cycliques, ou confrontées à un marché déclinant ou une rentabilité réduite.

La saisonnalité des ventes, les modes de production et d'achat ont des conséquences sur le seuil de tolérance aux dettes. De plus, les entreprises produisant des biens de consommation dont l'acquisition dépend de crédits à la consommation, ont des modèles de financement et de liquidité différents, des sociétés d'ingénierie qui ont recours aux paiements en avance et aux garanties, ce qui entraînent des bilans totalement différents.

Une analyse des risques propre à une entreprise et non basée sur une moyenne correspond aux pratiques des institutions financières et des agence de notation dans leur examen des demandes de crédits, ainsi que de la Commission européenne lorsqu'elle vérifie le comportement d'un investisseur en économie de marché dans les affaires d'aides d'État.

- **A l'instar de sociétés du même secteur, les sociétés propriété de fonds de private equity sont déjà soumises à des règles sectorielles spécifiques, relatives à l'adéquation des fonds propres** et aux ratios prudentiels de fonds propres.

C'est le cas pour les institutions financières, les compagnies d'assurance, les institutions de services de paiement, qui ont été nombreuses à bénéficier d'investissement provenant de capital investissement. Les règles relatives à l'adéquation des fonds propres ont été renforcées et seront de nouveau examinées pour le secteur bancaire (Directive sur l'adéquation des fonds propres) et pour les compagnies d'assurance (Solvabilité II).

De nombreuses entreprises dans ces secteurs ont actuellement besoin d'attirer des investisseurs, notamment en raison des décisions de la Commission européenne imposant des cessions de participation en contrepartie des importantes aides d'État octroyées récemment. Pourquoi les banques ou des institutions financières appartenant à des fonds de capital investissement devraient-elles être soumises à des règles spécifiques, et non leurs concurrents? Pourquoi devrait-on limiter l'accès des filiales bancaires à des nouveaux investisseurs comme les fonds de capital investissement?

2/ La réglementation devrait respecter des conditions de concurrence équitables, au niveau de l'investisseur

- **Les investisseurs seront placés dans des positions concurrentielles différentes, de telle sorte que les investisseurs européens, investissant par le biais d'un ensemble de fonds, sont discriminés** par rapport aux fonds souverains, aux holdings, aux gestionnaires de patrimoines, ou tout autre actionnaire comme des sociétés cotées, même si ces derniers financent leurs acquisitions uniquement par la dette.
- Cela affectera gravement le caractère transparent et concurrentiel du processus de vente des entreprises qui est essentiel pour trouver le meilleur repreneur, y compris et surtout s'agissant d'entreprises publiques dans le cadre de leur privatisation.
- Dans les situations de cotations, cela découragera les investisseurs du capital investissement de conserver une partie des titres après la cotation, bien que cette pratique démontre aux nouveaux actionnaires qu'une valeur durable est créée avec un potentiel important de croissance et d'investissement pour financer la croissance future.
- **Paradoxalement, la stratégie d'investissement des fonds de capital investissement**, qui ne font pas l'objet d'un effet de levier au niveau du fond, qui n'ont pas de possibilité de racheter des actions, qui détiennent la société de portefeuille pour plusieurs années, qui prennent la responsabilité d'apporter un soutien au niveau de la gestion de la société et de son activité, **serait plus contrainte que celle des fonds spéculatifs** qui acquièrent pour de courtes périodes des parts minoritaires en utilisant des fonds à fort effet de levier, et exploitent la dislocation ou la volatilité des marchés pour tirer profit d'une vente et d'un achat rapides des actifs d'une société.

3/ Si le niveau d'endettement sont un sujet préoccupant pour l'économie du XXIème siècle, il doit être traité par des réglementations horizontales appropriées, qui n'affectent pas le fonctionnement du marché.

- **La disponibilité de fonds sous forme de dettes doit être contrôlée par une réglementation appropriée au niveau de l'offre de prêt**, notamment à travers l'adéquation des fonds propres des banques et un contrôle préalable stricte au niveau des bailleurs des fonds.

C'est le seul moyen de résoudre sans distorsion de concurrence un éventuel problème d'excès d'effet de levier lié aux crédits aux entreprises par les banques ou les institutions financières.

- **Toute réglementation de la dette, du côté de la demande, doit être réalisée à travers une réglementation horizontale, via le droit des sociétés**, visant toutes les sociétés se trouvant dans une situation similaire.

De telles règles préventives doivent être bâties sur les règles existantes, tant au niveau communautaire que national.

Les ventes d'actifs et la répartition des bénéfices qui s'ensuit, sont régies par les États membres, qui ont transposé les règles de maintien du capital, prévues par la Deuxième directive sur le droit des sociétés (77/91/CE). Cette réglementation préventive est renforcée par d'autres règles générales, comme la responsabilité des actionnaires/membres du conseil d'administration, lorsqu'ils agissent au détriment de l'entreprise.

Des protections existent en droit national contre une aide financière indue, d'autres formes de prêts de la société-mère ou de titres imposées aux actionnaires de sociétés de portefeuille (y compris, par le biais de la législation fiscale). Ces restrictions de l'aide financière ont leur origine dans la transposition par les États membres de l'article 23 de la Seconde directive sur le droit des sociétés (77/91/CEE). Toute aide financière doit respecter les réserves minimales de l'entreprise. Dans la plupart des États, des limitations supplémentaires ont été rajoutées (dispositions relatives au *by-passing structures* et aux transactions ayant le même effet que les transactions énumérées par l'article 23 ou restreignant l'aide financière aux sociétés à responsabilité limitée).

L'article 23 de la Seconde directive sur le droit des sociétés a été récemment assoupli par la directive 2008/68, afin de faciliter le changement d'actionariat. Les États membres peuvent maintenant autoriser les entreprises cotées à responsabilité limitée, à octroyer une aide financière dans la limite des réserves distribuables de la société (sous certaines conditions). On peut supposer qu'une étude d'impact approfondie a été réalisée, avant de décider en 2008, d'assouplir cette règle. Si elle s'avère trop souple, ne faut-il pas la réexaminer avant de se lancer dans des nouvelles règles sectorielles ?

Dans de nombreux États membres, des législations fiscales limitent les niveaux des effets de levier pour les sociétés, en plafonnant la déductibilité des intérêts pour les tiers ou les prêts d'actionnaires, ou qui influencent la politique de distribution des investisseurs au niveau du fonds, en se concentrant sur des conditions particulières de maintien attachées au régime fiscal du fonds.

- Les PME contrôlées par des fonds de capital investissement ou de capital risque **sont déjà désavantagées par les standards prudentiels imposés aux institutions financières, lorsqu'elles investissent dans le marché non coté.** Le marché non coté ne devrait pas être puni deux fois, alors qu'il est de l'intérêt de l'Union européenne d'améliorer la situation.

Ce problème a été soulevé par différentes études indépendantes (voir notamment, "Private equity et capitalisme français", réalisée par le Conseil d'analyse économique français en juillet 2008¹ demandant "*l'aménagement des standards prudentiels qui décourage excessivement l'investissement sur le non-coté*"... tel que "*Bâle ou Solvabilité II...*")

- La difficulté pour le PE/VC d'attirer des réserves financières existantes pour le financement des PME et l'innovation, va accroître de façon préoccupante, en raison de la mise en œuvre de la dernière mise à jour de Solvabilité II, qui est actuellement discuté.
- L'intention des législateurs communautaires ne peut pas être d'encore réduire les capitaux à disposition des PME à la fois, en décourageant les institutions financières d'investir dans des sociétés non cotées et en pénalisant les fonds de capital investissement et de capital risque qui souhaitent agir comme des investisseurs, à une époque où l'accès au crédit est déjà très difficile pour les PME.

Conclusion

- L'industrie du PE/VC demande une approche horizontale, si la réglementation de la dette au niveau de l'entreprise était considérée comme nécessaire.

Si une réglementation supplémentaire des niveaux d'endettement et de l'effet de levier est envisagée, l'industrie du PE/VC demande au Parlement européen et à la Commission européenne d'examiner l'article 23 de la Second directive sur le droit des sociétés ainsi que son actuel processus de transposition. Une référence à cette révision pourrait être incluse dans un considérant de la directive AIFM.

- L'industrie du PE/VC demande une étude d'impact conformément aux principes du programme "mieux légiférer" de l'Union européenne avant toute poursuite du débat sur ces questions de contrôle de la durée et du financement de l'investissement.

L'industrie du PE/VC ne croit pas que le but ou la conséquence involontaire d'une réglementation puisse être de rendre l'accès aux fonds plus difficile ou plus coûteux pour les entreprises, et notamment les PME. L'impact de la mesure envisagée n'a pas été examiné avec soin.

Avant d'adopter toute décision sur ces sujets, le Parlement doit notamment examiner tous les objectifs à concilier : le financement des PME, le financement de l'innovation, la rotation des fonds, la facilitation du changement d'actionnariat, les conditions de concurrence équitables tant entre compagnies qu'entre investisseurs et les règles de concurrence.

- L'industrie du PE/VC soutient une politique de transparence adéquate

L'industrie soutiendrait l'introduction d'une disposition dans la directive (article 19), par laquelle, dans son rapport annuel, l'AIFM devrait présenter la façon dont il veille au respect et à la mise en œuvre des législations horizontales pertinentes par les entreprises dans lesquels il investit (Seconde directive sur le droit des sociétés, Directive droits acquis, Directive Offre Publique d'Acquisition, Directive information et consultation des travailleurs et Directive transparence).

¹ Rapport réalisé par Jérôme Galchant, Jean Hervé Lorenzi, Philippe Trainar : voir notamment le résumé part III, page 315, and l'introduction par Christian de Boissieu, Président délégué du CAE. www.cae.gouv.fr

Notes à l'éditeur

Concernant le PAE

Le Comité des Affaires Publiques (*Public Affairs Executive*) se compose de représentants des différents segments de l'industrie du capital investissement soit le capital risque et le capital investissement (*Midcap et Large Buyout*) ainsi que d'investisseurs institutionnels et de représentants des associations nationales du capital investissement (*National Private Equity and Venture Capital Associations*). Le PAE expose les points de vue de l'industrie dans le domaine des affaires publiques européennes. Il a pour but d'améliorer la compréhension des activités de l'industrie et de démontrer l'importance de son rôle au sein de l'économie Européenne.

Concernant l'EVCA

L'association européenne du capital investissement et capital risque qui compte plus de 1300 membres, s'est établie comme le représentant de l'industrie du capital investissement et capital risque au niveau européen. En plus de promouvoir l'industrie auprès des différentes parties prenantes dont les investisseurs institutionnels, les entrepreneurs et les syndicats, EVCA développe des standards professionnels pour l'industrie, des études et rapports, et organise des cours et conférences pour les professionnels de l'industrie.

