

Résultat de la consultation publique sur la possibilité pour un fonds d'investissement d'octroyer des prêts

Les positions relatives dans ce document sont exclusivement issues des réponses à la consultation. Les propositions de l'AMF sont présentées à la fin du document.

L'AMF a mené du 24 octobre au 4 décembre 2015 une consultation publique portant sur la possibilité pour les fonds d'investissement de prêter. L'objectif de cette consultation était de recueillir l'avis de toutes les parties intéressées au sujet de la possibilité pour les fonds d'investissement de droit français de prêter directement à des entreprises.

1. Réponses reçues

L'AMF a reçu 26 réponses de différents acteurs:

- 10 sociétés de gestion françaises et internationales;
- 5 cabinets d'avocats;
- 1 banque;
- 9 associations professionnelles (AF2I, AFG, FFSA, FBF, AFTI, CCEF, AFIC, CFA, AIMA); et
- le Haut Comité Juridique de Place.

2. Rappel des propositions

L'AMF avait proposé dans la consultation de cumuler les règles applicables aux assureurs qui consentent des prêts non garantis et les contraintes prévues dans le règlement 2015/760 pour les Fonds Européens de Long Terme. La consultation proposait de nouvelles obligations s'articulant autour de trois niveaux de règles applicables à la société de gestion, aux fonds et aux prêts. L'activité de prêt étant très particulière, l'AMF proposait que l'autorisation pour une société de gestion d'octroyer des prêts s'accompagne de la définition précise d'obligations fortes en termes d'organisation, de moyens (humains et techniques), d'expertise (analyse du risque crédit notamment) et d'expérience des personnes impliquées au sein des sociétés de gestion.

3. Les principaux positionnements

Les acteurs qui ont répondu à la consultation ont des avis assez divergents sur la réglementation à imposer mais perçoivent la possibilité pour les fonds de prêter comme une opportunité supplémentaire de financement de l'économie.

Deux acteurs estiment que la proposition de l'AMF de permettre à des fonds français de prêter n'est pas justifiée et souhaitent que l'octroi de prêts soit limité aux seuls fonds agréés ELTIF, conformément au règlement européen.

Une dizaine d'acteurs soutiennent les principales propositions de l'AMF mais proposent des ajustements, notamment sur la durée minimale des crédits, les responsabilités supplémentaires pour les sociétés de gestion et les nouveaux risques opérationnels et juridiques liés à l'activité de prêts en direct par rapport à l'activité de rachat de créances non échues.

Une quinzaine de répondants, majoritairement des sociétés de gestion, estime qu'il n'est pas justifié d'étendre les contraintes du règlement ELTIF (absence de transformation de maturité et d'effet de levier et impossibilité de recourir aux dérivés, prêt de titre et vente à découvert) à d'autres fonds qui prêteraient. Selon cinq répondants, l'octroi de prêt ne comporte pas de risques supplémentaires par rapport à la sélection de créances car le risque de crédit est le seul qui compte pour les investisseurs. Ces acteurs souhaitent que tous les fonds qui peuvent

investir dans des créances puissent également octroyer des prêts, y compris les fonds ouverts aux investisseurs de détails (fonds d'investissement à vocation générale et les fonds de capital investissement qui peuvent investir dans les créances à hauteur de 10%).

Les acteurs qui ont répondu à la consultation soutiennent quasi-unaniment la possibilité pour les SGP d'effectuer elles-mêmes le recouvrement des prêts et créances et le fait de ne pas imposer de qualité minimale des prêts octroyés. A l'inverse, presque toutes les réponses s'opposent à la proposition d'imposer une maturité minimale des prêts de 2 ans et de restreindre les prêts à des bénéficiaires exclusivement européens.

En conclusion, certains acteurs souhaitent d'avantage d'ouverture pour que les fonds français soient les plus compétitifs en Europe tandis que, au contraire, deux répondants ne souhaitent pas permettre à des fonds de prêter au-delà du cadre prévu par le règlement européen ELTIF.

4. Synthèse des réponses à chaque question

Section 1 : contraintes applicables aux sociétés de gestion pour qu'elles puissent octroyer des prêts

1. Pensez-vous que l'agrément de la société de gestion au titre de la directive AIFM constitue un cadre assez sécurisé pour que les fonds qu'elle gère puissent prêter ?

La majorité des répondants (22/26) soutiennent la proposition selon laquelle les sociétés de gestion souhaitent octroyer des prêts devraient être agréées conformément à la directive 2011/61/UE (AIFM).

Une réponse pose la question de l'ouverture de la possibilité de prêter aux sociétés de gestion qui gèrent des organismes de titrisation (OT) sans être agréées AIFM mais trois réponses soulignent, au contraire, l'importance d'avoir un dépositaire conforme à la directive AIFM et non pas un dépositaire d'organisme de titrisation.

Un répondant souhaite que les sociétés de gestion ou les fonds soient agréés par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR).

Un autre répondant envisage que les sociétés de gestion se spécialisent dans l'octroi de prêt et renoncent à toute autre activité de gestion.

2. Pensez-vous que les contraintes supplémentaires proposées, qui seraient applicables à toutes les sociétés de gestion de portefeuille dorénavant agréées pour sélectionner ou octroyer des créances, sont suffisantes ?

En ce qui concerne l'application des nouvelles règles (notamment celles relatives au système d'analyse du risque de crédit repris du décret applicable aux entreprises d'assurance et aux fonds de prêts à l'économie), il est rappelé par quatre répondants la nécessité de distinguer les différentes formes de sélection de créances qui nécessitent des compétences très différentes :

- le rachat d'un grand nombre de prêts sélectionnés aléatoirement sur la base de critères préalablement définis, notamment dans le cas de la titrisation d'un portefeuille de prêts d'un établissement de crédit (analyse du risque de crédit de type "statistique");
- la sélection individuelle d'un petit nombre de créances non échues, par exemple dans un fonds d'infrastructure, un fonds de prêts ou un fonds diversifié avec des créances ; et
- l'utilisation d'instruments de dette émis par une entreprise déjà présente dans le portefeuille du fonds.

Plus généralement, une dizaine de réponses souligne l'importance d'introduire une forme de proportionnalité dans l'application des règles en fonction de la part des actifs nets que les prêts représentent. Sept sociétés de gestion souhaitent en effet recourir à l'octroi de prêts dans le cadre d'une gestion diversifiée et considèrent que les obligations proposées seraient trop lourdes dans ce cas.

L'AMF proposait de demander aux sociétés de gestion de faire appel à un évaluateur externe indépendant pour analyser le risque d'un prêt, lorsqu'il est octroyé à une entreprise ayant un lien capitalistique avec la société de gestion. Cette proposition a suscité de nombreuses questions de la part de répondant qui se demandent quel type d'évaluateur serait requis et pourquoi les règles sur l'évaluation imposée par AIFM ne seraient pas suffisantes.

Un répondant souhaite que la valorisation des prêts soit toujours faite à la juste valeur plutôt qu'au cout amorti de manière à prendre en compte toute évolution du risque de défaut d'un débiteur dans la valeur liquidative du fonds sans attendre le retard de paiement.

3. Voyez-vous d'autres exigences qu'il faudrait appliquer à une société de gestion de portefeuille qui souhaiterait pouvoir sélectionner des créances (sans en consentir) pour un de ses fonds ?

La majorité des répondants (13/23) ne souhaite pas ajouter de contraintes supplémentaires pour la sélection de créances.

4. Pensez-vous qu'il faille imposer des contraintes supplémentaires aux sociétés de gestion de fonds qui consentiraient des prêts par rapport à l'agrément (modernisé) permettant la sélection de créances ?

Six participants à la consultation souhaitent que les contraintes applicables aux fonds français qui prêteraient se limitent exclusivement aux contraintes applicables aux fonds européens de long terme (ELTIF), de manière à conserver la compétitivité de la place de Paris.

Un tiers des participants à la consultation souligne l'importance pour les sociétés de gestion d'avoir les ressources juridiques suffisantes pour connaître et appliquer toutes les obligations applicables aux prêteurs, parmi lesquelles :

- les règles relatives au monopole bancaire ou au secret bancaire applicables dans le pays du débiteur. Dans le cas français, au-delà du monopole bancaire, les sociétés de gestion devront être vigilantes aux règles applicables en vertu d'autres Codes : par exemple, le Code Général des Collectivités Territoriales ne permet aux collectivités d'emprunter qu'auprès des établissements de crédit et des sociétés de financement;
- la jurisprudence bancaire, notamment, dans le cas français, le soutien abusif, l'obligation de mise en garde du dispensateur de crédit, le devoir de vigilance et de non-ingérence, etc...;
- les règles de lutte anti-blanchiment¹ et de lutte contre le financement de terrorisme au niveau du débiteur du prêt ;
- les obligations de connaissance actualisée du client (KYC) et le devoir de conseil et d'information du dispensateur de crédit.

Section 2 : Quel fonds pourraient prêter ?

5. L'octroi de prêts par les fonds professionnels spécialisés, les organismes de titrisation et les fonds professionnels de capital investissement permettra-t-il d'améliorer le financement de l'économie?

Tous les participants à la consultation voient un intérêt dans la possibilité pour les fonds de prêter, notamment dans le cadre de financements de long terme pour lesquels les nouvelles réglementations prudentiels pénaliseraient particulièrement les banques.

¹ Les efforts mis en œuvre par les sociétés de gestion en termes de lutte anti blanchiment concernent principalement le passif (lors de la commercialisation des parts du fonds) mais devront également se porter sur l'actif dans le cas de fonds qui prêtent.

Les autres exemples d'utilisation du régime mentionnés sont les prêts aux PME, les prêts aux infrastructures, les prêts à des entreprises cibles de fonds de capital investissement mais également le financement de la trésorerie des entreprises (toutefois deux participants ne souhaitent pas voir les fonds prêter sur ce segment). Plusieurs participants anticipent un intérêt croissant des entreprises pour des prêts de la part de fonds en cas d'évolution vers une politique monétaires moins accommodante.

Par ailleurs, deux répondants soulignent que l'autorisation pour les fonds de prêter permettrait d'améliorer la transparence vis-à-vis de l'emprunteur par rapport à la situation actuelle dans laquelle le débiteur n'a pas forcément connaissance d'une cession de son prêt à un fonds.

La majorité des réponses valide le choix consistant à limiter l'octroi de prêt aux fonds professionnels.

Quatre sociétés de gestion souhaitent cependant une ouverture plus large à tous les fonds qui peuvent aujourd'hui investir dans des créances et notamment les fonds d'investissements à vocation général (FIVG), ouverts aux investisseurs de détail, qui peuvent investir dans des créances à hauteur de 10% de leurs actifs nets.

6. L'obligation pour les fonds qui consentiraient des prêts d'être fermés ou de limiter leurs rachats vous semble-t-elle une limitation suffisante? Les conditions prévues dans le règlement ELTIF pour limiter les rachats vous semblent-elles appropriées?

La moitié des répondants soutient la proposition de l'AMF de limiter les rachats, compte tenu de la nature illiquide des prêts.

En revanche, plus d'un tiers des participants estime qu'il ne faut pas appliquer les règles ELTIF à tous les fonds qui veulent prêter et notamment ne pas leur imposer des conditions de rachat contraignantes. Ils considèrent que certains prêts, par exemple à des entreprises du CAC 40, pourraient être cédés rapidement et ils ne souhaitent pas que le fait de consentir des crédits dans le cadre d'une stratégie diversifiée empêche le fonds de procéder à des rachats à partir d'actifs liquides qu'il aurait en portefeuille. Différents répondant proposent ainsi les alternatives suivantes :

- Des possibilités de rachat illimitées deux fois par an ;
- Des possibilités de rachats régulières importantes mais avec un préavis important ; ou
- De ne pas imposer de règles et de laisser la responsabilité à la SGP de calibrer la liquidité du passif par rapport à celle de l'actif, conformément aux obligations de la directive AIFM.

7. Les fonds proposés (FPS, OT et FPCI) sont actuellement des fonds déclarés. Faut-il agréer tous les fonds pour qu'ils soient autorisés à consentir des prêts ou un agrément de la société de gestion, comme proposé dans la section I, est-il suffisant ?

A l'exception d'un acteur qui souhaite que les fonds soient agréés par l'AMF et l'ACPR, la quasi-unanimité des répondants ne considère pas qu'il soit nécessaire d'avoir un agrément du fonds, en plus de l'agrément de la société de gestion.

8. Y a-t-il des cas particuliers, autres que ceux explicitement prévus actuellement dans le Code Monétaire et Financiers, dans lesquels certains fonds, autres que FPS, OT et FPCI, devraient pouvoir prêter? Voyez-vous des raisons de ne pas leur appliquer les contraintes supplémentaires proposés dans cette consultation ?

Une dizaine de répondants souhaite que tous les fonds exemptés du monopole bancaire puissent prêter dès lors que les créances sont éligibles à leur actif (notamment les FIVG et FPVG).

Trois répondants soulignent l'importance de ne pas inclure les avances en compte courant dans ces nouvelles règles.

Les commentaires suivants ont été formulés dans les réponses reçus:

- L'importance de maintenir la possibilité de faire des prêts participatifs ou d'autres prêts que peuvent octroyer les sociétés de droit commun ;
- Le cas des fonds étrangers qui prêteraient en France devra également être encadré ;

- Ces nouvelles règles ne doivent pas impacter le cas particulier de la restructuration d'une entreprise au portefeuille d'un fonds qui n'a pas vocation à prêter par ailleurs.

Un répondant souhaite que les fonds aient la possibilité de restituer le capital non investi aux investisseurs avant la date de clôture du fonds, à l'image de ce qui est prévu pour le capital investissement, et aient la possibilité de réinvestir le capital et les intérêts dans de nouveaux prêts éligible.

Section 3 : contraintes sur les fonds octroyant des prêts

9. L'encadrement du recours à l'effet de levier permet-il de limiter les risques spécifiques à l'octroi de prêts ?

La moitié des participants à la consultation souhaite que le régime français soit compétitif et s'aligne sur le régime irlandais qui permet d'emprunter jusqu'à 100% des actifs nets du fonds pour prêter.

L'autre moitié considère, au contraire, et comme le proposait l'AMF, que la limitation de l'emprunt permet de limiter les risques et d'éviter que les fonds ne soient utilisés par les établissements de crédit ne souhaitant pas octroyer les prêts directement.

10. L'interdiction des activités de vente à découvert, de prêt de titres financiers ou d'instruments dérivés sauf à des fins de couverture, pour un fonds qui consentirait des prêts vous semble-t-elle de nature à limiter les risques?

La majorité des répondants soutient la limitation des activités de vente à découvert, de prêt de titres financiers ou d'instruments dérivés. Certains commentaires proposent d'autoriser le recours aux instruments dérivés à des fins de couverture, même au-delà des couvertures de taux et de change, notamment pour couvrir l'exposition à un risque de matière première d'une infrastructure qui utilise cette matière première.

Toutefois, huit répondants souhaitent pouvoir recourir à la vente à découvert ou à des instruments dérivés dans le cadre de fonds d'investissement diversifiés qui prêteraient.

Section 4 : contraintes sur les prêts

11. Les prêts doivent-ils avoir une maturité minimale et/ou maximale, comme cela est proposé ?

Trois acteurs souhaitent que les prêts soient réservés à des financements à long terme (supérieur à 5ans pour une réponse) mais tous les autres répondants sont opposés à imposer une maturité minimal des prêts.

Les avis sont partagés sur la durée maximale des prêts. De même que pour la possibilité de permettre des rachats de parts de fonds qui prêtent, sept acteurs considèrent qu'un fonds doit pouvoir effectuer des prêts d'une maturité supérieure à sa durée de vie si la société de gestion juge qu'elle peut revendre les prêts lors de la liquidation du fonds (comme les participations dans les entreprises non cotées).

12. Bénéficiaires des prêts :

- a. A quel(s) besoin(s) de financement les prêts consentis par des fonds sont-ils les plus susceptibles de répondre (prêts à des infrastructures, prêt dans le cadre d'une syndication bancaire, prêt aux PME, prêts court terme...) ?**

Les exemples cités sont très divers : financement des PME, des ETI, des infrastructures, ou de l'immobilier à travers des prêts à court ou long terme, des prêts subordonnés ou seniors, des prêts dans le cadre de syndicats bancaires ou d'achat à effet de levier (*leveraged buy-out* LBO).

b. Pensez-vous qu'il y ait un risque que les fonds ne consentent des prêts qu'à des entreprises dont les demandes de prêt ont été refusées par les banques ?

La majorité des réponses s'accorde sur l'existence de ce risque d'anti-sélection mais estime que si l'expérience des gérants constitue un critère suffisant pour estimer correctement les risques.

c. Que pensez-vous de l'exclusion des prêts aux entreprises financières (établissement de crédit, assureurs, fonds commun de placement, *holding* financière dont le but n'est pas de financer une société commerciale, industrielle, agricole, artisanale ou immobilière ou un actif physique...)?

Quatre répondants ne souhaitent pas exclure les prêts aux entreprises financières mais la majorité des réponses soutiennent la proposition de l'AMF de limiter les prêts aux entreprises et aux holdings qui investissent elle-même dans l'économie.

d. Les bénéficiaires des prêts doivent-ils être exclusivement européens ?

Une très large majorité de répondants s'oppose à la proposition de l'AMF de limiter les prêts aux seules entreprises européennes puisque le règlement ELTIF ne prévoit une telle limitation. La diversification géographique peut être un moyen efficace de diversifier les risques.

Seules 3 réponses vont dans le sens de la restriction des prêts aux seuls pays européens.

13. Faut-il prévoir des contraintes moins strictes pour des prêts qui seraient garantis par un Etat, un établissement de crédit ou assortis de sûretés spécifiques, à l'image de ce qui se pratique pour les assureurs ?

Les quelques commentaires reçus sur cette question ne proposent pas d'introduire d'allègement des contraintes lorsque les prêts sont garantis.

14. Les prêts octroyés par les fonds doivent-ils réglementairement avoir une qualité minimale ?

Toutes les réponses soutiennent la proposition de l'AMF consistant à ne pas imposer a priori de qualité minimale puisque le risque pris dépendra du souhait des investisseurs.

Section 5 : questions diverses

15. Les sociétés de gestion peuvent-elles effectuer directement le recouvrement ou faut-il prévoir, à l'image de ce qui est actuellement prévu pour les organismes de titrisation qui achètent des créances (L. 214-172), que le recouvrement soit confié à une autre entité ?

Une large majorité de répondants souhaite que les sociétés de gestion puissent recouvrer directement les créances car c'est une partie du processus de gestion des crédits. Un répondant propose en pratique d'organiser des partenariats avec des huissiers de place pour assurer une méthode de recouvrement systématisée.

En revanche deux répondants estiment qu'il n'est pas opportun que la société de gestion assure elle-même le recouvrement de créance, qui « n'est pas son cœur de métier et nécessite un savoir-faire particulier ».

Sur les suretés, plusieurs acteurs demandent à ce que les FIA qui seront autorisés à octroyer des prêts puissent bénéficier du dispositif des cessions Dailly à titre de garantie.

En ce qui concerne les garanties, deux réponses notent que les sociétés de gestion devront être vigilantes concernant la non réception du collatéral ou son nantissement en faveur d'un autre prêteur, ainsi que sur l'éligibilité des garanties liées aux prêts à l'actif du FIA prêteur (par exemple des instruments non financier) et leur valorisation (il faudra éviter d'avoir en garantie des actifs non liquides ou difficile à réaliser en cas de défaut).

16. Voyez-vous d'autres aspects de l'octroi de prêts qui mériteraient d'être encadrés par l'AMF?

Les sujets suivants ont notamment été mentionnés dans les réponses :

- L'importance d'une incitation fiscale, notamment pour les fonds ELTIF ouverts à des investisseurs de détail ;
- L'importance de pouvoir opérer de manière transfrontalière, à la fois en commercialisant les parts des fonds dans toute l'Europe et en prêtant dans n'importe quel pays ;
- La standardisation des prêts permettrait d'augmenter leur liquidité et de les rendre plus semblables à des titres (« security-like ») ;
- Il serait utile de définir juridiquement la « sélection de créance ».

5. Conclusion : les propositions de l'AMF

Le gouvernement travaille actuellement sur le décret en Conseil d'Etat qui pourrait être pris sur le fondement de l'article 27 de La loi de finances rectificative (LFR) pour 2015. L'AMF publiera ensuite sa doctrine sur les exigences relatives à l'extension du programme d'activité d'une société de gestion pour octroyer des prêts.

Suite à la consultation, les propositions suivantes de l'AMF ont été transmises au gouvernement en vue de la rédaction du décret susmentionné et serviront de principes directeurs à la rédaction de la doctrine de l'AMF.

1. L'AMF souhaite que les règles encadrant la possibilité pour les fonds d'investissements français d'octroyer des prêts assurent l'application de principes équivalents entre les différents prêteurs dans un cadre juridique sécurisé et clarifié, prenant en compte les modèles économiques de chaque acteur.

2. Les sociétés de gestion souhaitant octroyer des prêts devraient être agréées par l'AMF conformément à la directive 2011/61/UE (AIFM) et avoir un programme d'activité validé par le Collège de l'AMF en vue de consentir des prêts. L'AMF sera particulièrement exigeante lors de l'agrément des sociétés de gestion pour consentir des prêts, notamment en termes d'organisation, de moyens (humains et techniques), d'expertise (système d'analyse de risque de crédit équivalent à celui prévu par l'arrêté du 9 décembre 2013 relatif aux règles d'investissement des entreprises d'assurance dans des prêts) et d'expérience des personnes impliquées (par exemple à travers une expérience dans un établissement de crédit). Les sociétés de gestion devraient, par ailleurs, mener une analyse juridique afin de s'assurer qu'elles respectent toutes les obligations applicables aux prêteurs (jurisprudence bancaire, lutte anti-blanchiment etc...) et prendre toutes les mesures de gestion des risques appropriés, notamment une éventuelle augmentation de leurs fonds propres.

3. Les sociétés de gestion non françaises qui gèrent des fonds français pour lesquels elles souhaitent octroyer des prêts devraient être autorisées par leur régulateur national d'origine à consentir des prêts.

4. Les fonds professionnels spécialisés (FPS), les organismes de titrisation (OT) et les fonds professionnels de capital investissement (FPCI) seraient les seuls fonds qui pourraient octroyer des prêts. L'ensemble des

contraintes suivantes devraient s'appliquer aux fonds qui prêtent dès lors que l'octroi de prêt n'est plus une activité accessoire, c'est-à-dire que les prêts consentis représentent plus de 10% des actifs nets du fonds :

- Ces fonds devraient être fermés aux rachats ou limiter les rachats à une part des actifs pour que l'octroi de prêt se fasse sans transformation de liquidité ;
- Les prêts accordés par les fonds ne pourraient être octroyés qu'à des entreprises non financières et avoir une échéance inférieure à la durée de vie du fonds, pour éviter toute transformation de maturité ;
- Le recours à l'effet de levier pour prêter devrait être interdit. L'emprunt devrait être autorisé jusqu'à 30% de l'actif nets du fonds à condition qu'il n'ait pas pour objectif de financer l'octroi de prêt, comme cela est prévu pour les Fonds Européen de Long Terme ;
- Les fonds octroyant des prêts ne pourraient pas recourir à la vente à découvert, le prêt de titres financiers ou les instruments dérivés sauf pour la couverture des risques de taux et de change ;
- Les prêts devraient octroyés dans le but d'être conservé jusqu'à échéance. La cession de prêts octroyés par un fonds devrait ainsi être limitée, de manière à éviter l'émergence de modèle « octroyer et céder » (*originate to distribute*).

5. Les sociétés de gestion devraient faire une déclaration trimestrielle à l'AMF et à la Banque de France sur tous les prêts qu'elles ont consentis, afin de permettre le suivi de l'évolution des prêts.

6. Les sociétés de gestion devraient être autorisées à effectuer directement le recouvrement des prêts qu'elles ont octroyés.