

Incidence de la Directive AIFM sur les véhicules d'investissement non réglementés

La Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 (Directive AIFM) a été conçue tout autant comme une réponse à la crise financière que comme un moyen de créer un cadre juridique applicable à l'ensemble des fonds d'investissement en vue de permettre la création d'un marché intérieur pour leurs gestionnaires.

Aussi, au-delà des obligations nouvelles mises à la charge des gestionnaires (en matière notamment de transparence, de franchissement de seuils, de fonds propres, de rémunération), la Directive AIFM se caractérise par un champ d'application extrêmement large couvrant l'ensemble des fonds d'investissement alternatifs (FIA) ne relevant pas de la Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 (Directive OPCVM) quelle que soit leur forme juridique ou la nature des actifs dans lesquels ils investissent.

Transposée en France par différents textes dont, en particulier, l'ordonnance n° 2013-676 et son décret d'application n° 2013-687, l'impact de la Directive AIFM sur le champ des véhicules d'investissement soumis à la supervision de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) est donc non négligeable : alors qu'auparavant seuls les organismes de placement collectif, définis au travers d'une liste limitative de véhicules, étaient soumis, ainsi que leur gestionnaire et dépositaire, au contrôle de l'AMF, la définition de FIA, qui ne repose pas sur une liste de véhicules mais sur des critères matériels, fait basculer dans le champ de la réglementation AIFM de très nombreux véhicules.

Ainsi, l'article L214-24 (I) du Code monétaire et financier (CMF) définit-il les FIA comme les organismes de placement collectifs qui lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie et dans l'intérêt de ces investisseurs, mais qui ne sont pas soumis à la Directive OPCVM¹.

Le Code monétaire et financier distingue :

- les « *FIA par nature* » qui regroupent les fonds d'investissement réglementés dont le fonctionnement est spécifiquement encadré par les dispositions du CMF (tels que les fonds de capital investissement, les SCPI les OPCVI, les organismes de titrisation) ;
- les « *Autres FIA* » qui visent les entités qui, indépendamment de leur nature juridique (société commerciale, société civile ou fiducie par exemple), répondent à la définition des FIA prévue au I de l'article L. 214-24 mais ne relèvent pas de la catégorie des « *FIA par nature* », cette qualification visant à appréhender tout véhicule d'investissement répondant à la définition de FIA mais ne faisant l'objet d'aucune réglementation spécifique.

Il convient désormais, pour bon nombre de transactions, de s'interroger sur l'éventuelle qualification de FIA d'un véhicule d'investissement.

Aussi n'est-il pas inutile d'examiner les critères de qualification qui ont pu être détaillés par l'ESMA puis l'AMF².

¹ Article L214-24 (I), CMF

² Orientations de l'ESMA 2013/611 du 13/08/2013 et Position de l'AMF 2013-16 du 30/10/2013.

Rappelons tout d'abord que les FIA sont des fonds d'investissement et qu'à ce titre, ils ne poursuivent pas un objet commercial ou industriel général (conduire à titre principal une activité commerciale impliquant l'achat, la vente et/ou l'échange de biens ou de matières premières et/ou la fourniture de services non financiers, et/ou une activité industrielle impliquant la production de biens ou la construction d'immeubles)³. Selon l'AMF, il convient de déterminer dans le cadre de l'analyse de la qualification de FIA si le véhicule « est un véhicule d'investissement / de placement, ou si, au contraire, le véhicule n'est qu'une enveloppe destinée à faciliter l'exploitation en commun d'un ou plusieurs actifs détenus collectivement ».

En tant que fonds d'investissement, le FIA permet de mutualiser des capitaux levés auprès de ses investisseurs pour réaliser un investissement en vue de générer un rendement collectif pour ces derniers, mais ne permet pas à ces investisseurs d'exercer un pouvoir discrétionnaire sur les opérations courantes du fonds d'investissement. Cependant, le fait qu'un ou plusieurs - mais pas l'ensemble - des investisseurs se voient accorder un pouvoir discrétionnaire sur les opérations courantes ne suffit toutefois pas à établir que l'entité ne constitue pas un FIA⁴.

Par ailleurs, afin d'être qualifiée de FIA, il est nécessaire que l'entité étudiée lève des capitaux ; c'est-à-dire qu'elle prenne des mesures directes ou indirectes pour obtenir le transfert ou l'engagement de capitaux par un ou plusieurs investisseurs, au bénéfice de l'entité et en vue de les investir conformément à une politique d'investissement définie. Une exception existe cependant au bénéfice des *family offices*. En effet, dans la mesure où ces entités ont pour objet exclusif le placement du patrimoine privé d'un groupe de personnes apparentées entre elles - ascendants et descendants en ligne directe, conjoints et collatéraux de premier degré -, elles ne sont pas considérées comme levant des capitaux auprès dudit groupe⁵.

Il est nécessaire également que la levée de capitaux s'effectue auprès d'une pluralité d'investisseurs afin de caractériser le caractère collectif de la gestion. Il convient cependant de noter qu'un véhicule d'investissement peut être qualifié de FIA (pour autant qu'il respecte les autres critères) même s'il ne comporte qu'un seul investisseur, dès lors qu'il peut théoriquement en accueillir d'autres⁶.

Enfin, les investissements réalisés par l'entité concernée doivent l'être conformément à une politique d'investissement définie. Parmi les facteurs qui, isolément ou de manière conjointe, suggèrent l'existence d'une telle politique figurent : une politique déterminée et fixée, au plus tard au moment où les engagements des investisseurs envers l'entité deviennent contraignants à leur égard (le cas échéant, définie dans un document intégré ou mentionné dans les documents constitutifs de l'entité), l'obligation de l'entité / le gestionnaire à l'égard des investisseurs de se conformer à la politique d'investissement (les investisseurs pouvant faire valoir le caractère contraignant de cette obligation en justice), une politique d'investissement faisant référence à des orientations et indiquant, notamment, les catégories de classes d'actifs, les allocations, les zones géographiques d'investissement et les règles de diversification des risques⁷.

On relèvera cependant qu'un certain nombre de véhicules et/ou d'entités ne sont pas considérés comme FIA et sont par conséquent en dehors du champ de la Directive AIFM comme par exemple, certains véhicules intra-groupes (*i.e.* ceux dont les seuls investisseurs sont le gestionnaire lui-même ou ses entreprises mères, filles ou sœurs, pour autant qu'aucun de ces investisseurs ne soit lui-même un FIA⁸) ou les sociétés holding (à condition qu'elles ne soient pas constituées dans le but principal de produire une rémunération pour leurs investisseurs respectifs et qu'elles aient comme objectif commercial la mise en œuvre d'une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de leurs filiales respectives en vue de contribuer à la création de valeur à long terme⁹).

³ Position AMF 2013-16 du 30/10/2013 (§ 3).

⁴ Position AMF, *op cit.* (§ 3).

⁵ Position AMF, *op cit.* (§ 4).

⁶ Position AMF, *op cit.* (§ 5).

⁷ Position AMF, *op cit.* (§ 6).

⁸ Article L532-9 (III), CMF.

⁹ Article L532-9 (V) (7^e), CMF.

Si ces exclusions, s'agissant tout particulièrement des sociétés holdings, devraient permettre de soustraire un très grand nombre d'entités à la réglementation AIFM, il n'en demeure pas moins que les critères de qualification de FIA sont extrêmement larges. Toutes les formes de levée de fonds ayant pour objet de proposer un placement sont donc susceptibles de relever de la catégorie de FIA. Les SCI et autres sociétés immobilières figurent, aux côtés des sociétés de capital-risque et des holdings ISF, au premier rang des exemples les plus fréquemment cités par l'AMF comme entrant dans la nouvelle catégorie de FIA.

La question de la qualification de FIA est d'autant plus sensible que l'absence de mise en conformité avec la réglementation est susceptible d'entraîner des conséquences disciplinaires, civiles et même pénales dans certaines circonstances. La gestion d'un FIA constitue aujourd'hui une activité réglementée et l'exercer sans autorisation de l'AMF est susceptible de sanctions pénales (trois ans d'emprisonnement pour les personnes physiques, 375.000 euros d'amende, fermeture de l'entreprise pendant cinq ans, interdiction d'exercer l'activité de gestion, etc.)¹⁰. Ainsi, les opérateurs économiques devront s'interroger si les entités utilisées dans le cadre de leur activité pourraient être qualifiées de FIA et, si tel serait le cas, procéder aux démarches nécessaires auprès du régulateur ou, reconsidérer le fonctionnement et la gouvernance de l'entité concernée de sorte à ce qu'elle ne soit pas qualifiée de FIA.

par **Rima Maîtrehenry**, *counsel*, et **Guillaume Goffin**, collaborateur
Equipe Services Financiers / Fonds d'Investissement & Gestion d'Actifs de Gide Paris

Cet article est une publication du cabinet Gide Loyrette Nouel (le "Cabinet") diffusée gratuitement et à vocation d'information générale non exhaustive. Elle ne saurait constituer ou être interprétée comme un acte de conseil juridique. Le lecteur est seul responsable de l'usage qu'il fait des informations fournies dans cette publication et le Cabinet ne pourra être tenu responsable de quelconques dommages directs ou indirects découlant de l'utilisation de ces informations.

¹⁰ Article L573-1, CMF.