

Fonds de prêts à l'économie : enfin prêts pour le décollage ?

Inauguré par les fonds Novo à l'été 2013, le cadre juridique et prudentiel des fonds de prêts à l'économie (FPE) n'a pas rencontré le succès escompté par le Ministre de l'économie de l'époque. Le nouveau décret du 17 décembre 2014 fait sauter de nombreux verrous et ouvre enfin le FPE aux mutuelles et aux institutions de prévoyance. A un an de l'entrée en vigueur de Solvabilité 2, il était temps ! Sur le long terme, le FPE pourrait constituer une bonne pratique.

Décret de 2013 : les assureurs appelés au chevet de l'économie réelle

Le décret n° 2013-717 du 2 août 2013 avait largement assoupli les règles d'investissement des compagnies d'assurance et des mutuelles régies par le code des assurances aux produits de dette. Le champ des actifs autorisés à servir de couverture des provisions techniques des entreprises d'assurance avait ainsi été élargi, afin de permettre à ces dernières d'investir :

- soit directement dans des prêts finançant l'économie réelle (c'est-à-dire, schématiquement, les prêts aux entreprises non financières et aux collectivités locales, sur l'ensemble du territoire de l'Union

européenne ("UE")), sous réserve d'avoir fait approuver par l'ACPR un programme d'investissement (les "prêts directs") ;

- soit dans des fonds dédiés, les fameux "fonds de prêts à l'économie" ("FPE"), investis eux mêmes dans des prêts à l'économie réelle, cet investissement ne nécessitant, quant à lui, aucun agrément préalable du régulateur.

Ces investissements bénéficient d'un ratio de diversification de 5% des engagements réglementés des assureurs, ce qui constitue une excellente alternative au ratio poubelle de 10%.

Une description plus détaillée des FPE est donnée dans notre *Briefing Note* consultable [ici](#).

Principaux points

- Décret de 2013 : les assureurs appelés au chevet de l'économie réelle
- FPE : un rendez-vous manqué
- Décret du 17 décembre : instrument de relance des FPE ?
- Ouverture à l'investissement dans de nouveaux actifs
- Mesures complémentaires
- Quel avenir pour les FPE ?

FPE : un rendez-vous manqué

Les deux fonds Novo, lesquels ont été les tous premiers FPE, ont suscité une grande promesse pour les pouvoirs publics. Si leur montée en puissance a été lente, ces deux fonds sont à présent en rythme de croisière et auront intégralement accompli leur programme d'investissement à l'issue de la période de *ramp up*.

Toutefois, force est de constater que, si de nombreux FPE ont été créés et constituent la norme pour les assureurs souhaitant investir dans des fonds de dettes, le nombre de fonds "publics", c'est-à-dire non dédiés à une compagnie d'assurance ou à un groupe d'assurance ou de bancassurance, est resté faible, et l'enveloppe de 90 milliards d'euros, que représente la poche de 5% pour la profession, est loin d'être épuisée.

Les raisons d'une telle déconvenue ? D'une part, cela est dû simplement au fait que le code de la mutualité et le code de la sécurité sociale n'ont pas été modifiés, alors que leur alignement sur le code des assurances constituait une étape logique et attendue, qui aurait dû intervenir dans la foulée de l'adoption du décret d'août 2013. De la sorte, les mutuelles non régies par le code des assurances et les institutions de prévoyance ont été laissées sur le bas coté.

D'autre part, le décret de 2013 a posé un certain nombre de verrous limitant significativement, en pratique, l'intérêt des FPE.

Décret du 17 décembre : instrument de relance des FPE ?

Face à ce constat, le décret n° 2014-1530 du 17 décembre 2014, tout juste signé par le Ministre de l'économie et entrant en vigueur le 20 décembre de cette année, vient répondre, en grande partie, aux critiques du régime mis en place en 2013.

Ouverture aux IP et aux mutuelles

En premier lieu, il autorise enfin les institutions de prévoyance soumises au code de la sécurité sociale, ainsi que les mutuelles et unions d'assurance du code de la mutualité, à investir dans des FPE en répliquant dans ces deux codes les dispositions du code des assurances résultant du décret de 2013.

Ouverture à de nouveaux actifs

En second lieu, le nouveau décret lève un certain nombre de verrous, ayant bloqué jusqu'à présent le développement des FPE.

Avant le décret de 2014, les FPE ne pouvaient investir que dans des produits de dette (sous forme de prêts ou d'obligations) détenus à l'encontre des personnes suivantes :

- les collectivités publiques ou les établissements publics ; ou
- les personnes morales de droit privé dont les principales activités sont de nature commerciale, industrielle, agricole ou immobilière, à l'exclusion des entreprises du secteur financier et des organismes de placement collectif ("**OPC**"),

dans les deux cas, établis ou ayant leur siège social dans l'UE.

Une revue en détail de l'ouverture introduite par le décret du 17 décembre 2014, permettant aux FPE d'investir dans de nouveaux actifs, est effectuée ci-après.

Modifications complémentaires

Enfin, il convient de noter quelques améliorations, d'importance inégale, apportées au texte de 2013, lesquelles sont évoquées ci-dessous.

Ouverture à l'investissement dans de nouveaux actifs

Le nouveau décret élargit significativement le champ des actifs éligibles aux investissements des FPE, en levant des contraintes volontairement posées par le texte de 2013.

Etats membres de l'UE

Le décret de 2014 rend, tout d'abord, éligibles les créances sur les états membres de l'UE (ou garanties par ces derniers), lesquelles avaient été oubliées du précédent texte.

Holdings de titres et LBO

Du fait de leur nature, les holdings pures (à savoir, celles qui sont dépourvues d'activité opérationnelle) étaient écartées des actifs éligibles. L'objectif affiché par les pouvoirs publics était d'exclure les financements à effet de levier d'acquisition d'entreprises (LBO), en imposant une activité opérationnelle non financière aux emprunteurs ou émetteurs.

Ce faisant, du fait de son caractère lapidaire, le texte de 2013 écartait également, en pratique, les sociétés holdings "traditionnelles" ayant une activité de gestion du portefeuille de participations et celles ayant pour mission d'assurer un financement centralisé dans les groupes industriels. On pense ici aux entreprises du CAC40, mais cela vaut également pour de très nombreuses ETI.

Désormais, sont des actifs éligibles les financements bancaires ou obligataires ayant pour emprunteur ou émetteur des sociétés holding ou des entités *ad hoc* d'acquisition d'entreprises (telles que des *NewCos* ou des *HoldCos*), pour autant que l'activité de ces sociétés holding ou entités *ad hoc* consiste – à titre exclusif ou principal – en la détention de participations dans des entreprises individuelles établies en France ou dans des entités de droit privé établies dans l'UE, dont les principales activités sont commerciales, industrielles, agricoles, artisanales ou immobilières.

SPV de financement d'infrastructures et d'actifs

Dans la même veine, l'ancien texte excluait des actifs éligibles aux investissements des FPE les véhicules purement financiers (SPV), destinés à lever les financements dans le cadre de projets d'infrastructures ou de PPP. Une telle approche n'était pas considérée comme pénalisante, car ces opérations sont généralement structurées de sorte à ce que ce soit la société de projet exploitant les infrastructures (ce qui constitue, en toute logique, une activité commerciale) qui lève les financements. Si une telle approche peut convenir aux opérations dites

"*brownfield*", à savoir celles qui sont entrées dans leur phase d'exploitation, s'apparentant alors plutôt à des opérations de refinancement, elle se heurte en revanche à une objection majeure concernant les opérations "*greenfield*", dont la phase de construction n'est pas achevée. En effet, dans le cadre de ces dernières, le financement de la société de projet est, de fait, exclu des investissements éligibles des FPE parce qu'au cours de la phase de construction, il n'existe aucune infrastructure à exploiter et donc aucune activité commerciale à mener. Il est, par ailleurs, illusoire de prétendre, dans la plupart des cas, que la société de projet poursuit une activité immobilière durant la phase de construction.

De façon similaire, quelques doutes subsistaient sur l'éligibilité des financements des SPV dans le cadre de financement d'actifs (tels que les avions, les navires, les flottes automobiles, *etc.*) bien que, dans cette hypothèse, les revenus sont issus de la location par les exploitants des actifs détenus par les SPV, ce qui devrait pouvoir également caractériser une activité commerciale.

Le nouveau décret de 2014 traduit le souhait de corriger le tir en rendant éligibles à l'actif des FPE les financements accordés aux entités *ad hoc* établies dans l'UE (ce qui exclut donc les SPV établis hors UE), dont l'objet principal ou exclusif est de financer l'exportation, l'acquisition ou l'exploitation de biens d'équipement d'infrastructures, au bénéfice de l'une des entités mentionnées ci-dessus, dans lesquelles le FPE peut lui-même investir (Etat, collectivités territoriales, entreprises non financières, *etc.*).

Si ce nouveau texte répond bien aux attentes des constructeurs notamment aéronautiques (car sont

visés les financements permettant l'exportation, l'acquisition ou l'exploitation d'actifs tels que, par exemple, les avions), il suscite, en revanche, quelques interrogations concernant les financements d'infrastructures. Une lecture littérale du texte conduit, en effet, à écarter les SPV qui financent uniquement la production ou la construction de biens d'équipement ou d'actifs liés à des infrastructures, alors qu'un élargissement à de tels financements constituait pourtant précisément l'objectif de la réforme. Une interprétation plus souple devrait dès lors être privilégiée par le régulateur. Cette interprétation serait, d'ailleurs, fidèle aux commentaires du Trésor (auteur du projet de décret de 2014) portant sur cette disposition, qui est restée inchangée depuis le projet soumis à la consultation de place cet automne.

En tout état de cause, l'avancée est réelle, d'autant plus si l'on combine cette ouverture à la possibilité donnée aux FPE de couvrir leur exposition au risque de change, ce qu'ils ne pouvaient pas effectuer auparavant (voir plus en détails ci-dessous). Dans le secteur aéronautique par exemple, les flux financiers étant libellés en dollars, y compris lorsque le constructeur et la compagnie aérienne exploitante sont des entreprises européennes, le FPE ne pouvait ni émettre en devises, ni conclure des contrats de couverture de change, alors qu'il était autorisé à investir dans des financements en dollars.

OPCI

En excluant expressément les OPC du champ des actifs éligibles aux investissements des FPE, ces derniers ne pouvaient pas investir dans des financements accordés aux

organismes de placement collectif en immobilier (OPCI) fréquemment utilisés dans les opérations d'acquisition d'actifs immobiliers commerciaux ou de bureaux.

De même que pour les financements d'infrastructure, les pouvoirs publics avaient considéré que les financements sont en pratique levés non pas au niveau de l'OPCI mais plutôt au niveau de l'entité *ad hoc* procédant à l'acquisition de l'actif (la "*propco*"), laquelle est, le plus souvent, une société de droit commun (SCI, SARL, SAS, etc.). Aussi pertinente que puisse être une telle approche dans la plupart des cas, il ne s'agit toutefois pas d'un modèle de structure de financement universel.

En incluant à présent les OPCIs dans la liste des actifs éligibles aux FPE, le nouveau décret répond aux attentes des professionnels qui souhaitent plus de flexibilité pour élargir la palette d'investissements et ce, au bénéfice des investisseurs dans les FPE.

Entrepreneurs individuels

Censé être un vecteur d'investissement des assureurs dans le financement de l'économie réelle, le FPE se devait de pouvoir non seulement investir dans des dettes de PME mais aussi, et surtout, dans les dettes de TPE/TPI et d'artisans. C'est à présent chose faite puisque, dorénavant, le FPE pourra investir dans les emprunts accordés aux entrepreneurs individuels établis en France (disposant à ce titre, d'un numéro de SIREN) et poursuivant une activité artisanale, commerciale, industrielle, agricole ou immobilière.

Fiducies

Plus anecdotique, les fiducies sont également éligibles, dès lors que leur

actif est exclusivement constitué de créances ou titres de créance sur des entités éligibles (autres que les holding et les SPV de financement d'actifs ou d'infrastructures). Une telle possibilité permettrait potentiellement de répondre à certaines opérations spécifiques.

Mesures complémentaires

Le décret du 17 décembre 2014 apporte un certain nombre de modifications destinées à améliorer le fonctionnement du FPE ou à clarifier certaines dispositions. Parmi elles, on relèvera plus particulièrement les suivantes :

Couverture contre le risque de change

Sous l'empire de l'ancien décret, si le FPE n'était pas limité dans la devise des actifs dans lesquels il investissait (par exemple, devises européennes telles que la livre sterling ou les devises des pays scandinaves, ou encore le dollar américain), pour autant que l'emprunteur ou l'émetteur était établi dans l'UE, il ne pouvait émettre que des actions, parts ou obligations exclusivement libellées en euro, sans être pour autant autorisé à conclure des contrats de couverture de change.

Le décret permet à présent aux FPE de conclure des contrats de couverture de change pour toutes devises. On peut néanmoins regretter l'absence de possibilité, pour les FPE, d'émettre également en devise. De la sorte, les investisseurs auraient pu arbitrer selon deux stratégies de couverture : soit laisser à la société de gestion du fonds la responsabilité de la gestion du risque de change, soit recourir à leurs propres

instruments dans le cadre de leur politique de macro-couverture. Cette deuxième option n'est donc pas offerte.

Par ailleurs, concernant les règles de couverture de taux, le décret vient apporter des précisions quant à la couverture de flux d'intérêts, la formule insérée dans le décret de 2013 s'étant avérée largement inadaptée.

Utilisation des *repos* dans le cadre de la gestion de trésorerie

Le décret de 2013 interdisait aux FPE de recourir au levier en empruntant au moyen d'emprunts soit d'espèces, soit de titres. Une incertitude a pu naître à propos du recours au *repo* par les FPE comme mode de placement de la trésorerie du fonds, en particulier durant la période d'investissement, durant laquelle les hypothèses de *negative carry* se posent selon les calendriers respectifs des levées de fonds et des acquisitions d'actifs.

L'interdiction de recourir au *repo* ne devait s'appliquer que dans l'hypothèse où le fonds était emprunteur et non pas prêteur, ce qui excluait, à l'inverse, les situations où le fonds place sa trésorerie auprès de la contrepartie de *repo*.

Le décret du 17 décembre 2014 vient utilement confirmer cette interprétation.

FPE sous forme de SICAV

Sous l'empire de l'ancien décret, un FPE ne pouvait prendre que la forme d'un organisme de titrisation (OT) ou d'un fonds d'investissement professionnel spécialisé (FIPS), c'est à dire un fonds professionnel spécialisé (FPS) prenant la forme d'un fonds commun de placement, dépourvu de la personnalité morale et

dont la structure de gouvernance n'est pas assimilable à celle d'une société. En clair, les SICAV étaient exclues.

Le nouveau décret permet dorénavant aux FPE de prendre la forme d'une SICAV.

Quel avenir pour les FPE ?

Le statut de FPE, né en 2013, est indissociable du régime actuel de représentation des engagements réglementés des entreprises d'assurance. Avec la directive Solvabilité 2 (dont l'entrée en vigueur est, à présent, prévue pour janvier 2016) qui éliminera les catégories d'investissement prévues à l'article R. 332-2 du code des assurances (ainsi que les dispositions équivalentes des codes de la mutualité et de la sécurité sociale), il est possible de se demander si le régime mis en place par le décret de 2014 n'est finalement pas que transitoire pour celles des entreprises qui seront soumises à Solvabilité 2 (les petites compagnies y échappant). Dans cette hypothèse, la réforme de 2014 ne serait-elle pas trop tardive ? D'un point de vue strictement juridique, il est clair que le régime mis en place des FPE ne vaut que pour les besoins des règles prudentielles actuelles. D'ici peu, Solvabilité 2, fera prévaloir l'approche par transparence et, partant, rendra indifférente la forme du fonds pour les organismes qui seront régis par le nouveau cadre. Toutefois, au travers des mécanismes spécifiques de valorisation et de reporting périodique, le FPE peut constituer une bonne pratique pour l'avenir en facilitant le traitement prudentiel de l'investissement pour l'assureur.

Rappelons que les FPE ont pour caractéristique le caractère non tranché de leur passif. De la sorte, les investissements réalisés par les organismes d'assurance soumis à la directive Solvabilité 2 dans des FPE ne seront pas traités comme des investissements dans des positions de titrisation.

Contacts



Xavier Comaills
Partner, Paris

E: xavier.comaills
@cliffordchance.com



Frédérick Lacroix
Partner, Paris

E: frederick.lacroix
@cliffordchance.com



Alexandre Lagarrigue
Partner, Paris

E: alexandre.lagarrigue
@cliffordchance.com



Jonathan Lewis
Partner, Paris

E: jonathan.lewis
@cliffordchance.com



Sophie Guilhem-Ducléon
Counsel, Paris

E: sophie.guilhem-duceon
@cliffordchance.com



Tiana Rambatomanga
Counsel, Paris

E: tiana.rambatomanga
@cliffordchance.com



Julien Rocherieux
Counsel, Paris

E: julien.rocherieux
@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, 9 Place Vendôme, CS 50018, 75038 Paris Cedex 01, France
© Clifford Chance 2013

Clifford Chance Europe LLP est un cabinet de sollicitors inscrit au barreau de Paris en application de la directive 98/5/CE, et un limited liability partnership enregistré en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro OC312404, dont l'adresse du siège social est 10 Upper Bank Street, London, E14 5JJ.

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh* ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riyadh.