

Un nouveau label pour les fonds d'investissement de long terme : ELTIF

Le règlement communautaire 2015/760 du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (le "**Règlement ELTIF**") donne naissance à un nouveau fonds européen, à destination des investisseurs institutionnels et de détail, dont l'objet est de réaliser des investissements de long terme dans des entreprises non cotées, des PME cotées, des projets d'infrastructure et autres actifs non liquides. Ce règlement entrera en vigueur le 9 décembre 2015 dans l'ensemble de l'Union Européenne.

En permettant aux ELTIF (ou FEILT en français) de prêter directement aux entreprises qui ont besoin de capitaux à long terme, le Règlement ELTIF bouscule la tradition du monopole bancaire français et amène les pouvoirs publics à considérer plus largement la possibilité pour les fonds d'investissement français d'octroyer des prêts.

Qu'est ce qu'un ELTIF ?

Un label pour les fonds de l'Union

Un ELTIF est un fonds d'investissement alternatif (FIA) investissant au moins 70% de son capital dans des instruments de capital ou de dette et/ou actifs de long terme (limitativement énumérés dans le Règlement ELTIF), agréé en tant

qu'ELTIF. Seuls les FIA de l'Union peuvent être agréés en tant qu'ELTIF et cet agrément vaut pour tous les Etats Membres.

Un ELTIF peut prendre de multiples formes juridiques en fonction de l'Etat dans lequel il est établi. Il ne peut être géré que par un gestionnaire autorisé conformément à la Directive AIFM, lequel devra (outre les exigences de la Directive AIFM) être agréé par son autorité de tutelle spécifiquement pour la gestion d'ELTIF et se conformer aux exigences définies dans le Règlement.

Points clés

- Un label pour les FIA de l'UE
- Des règles d'éligibilité, de diversification et de fonctionnement
- Un produit pour les investisseurs professionnels et de détail
- Un nouveau calibrage prudentiel pour les assureurs
- Le Règlement ELTIF amène la France à revoir sa législation
- Quelles prochaines étapes ?

Le respect de ce nouveau régime permet aux AIFM de bénéficier d'un passeport pour commercialiser les parts ou actions de l'ELTIF dans l'ensemble de l'Union, non seulement auprès des investisseurs professionnels mais également auprès des investisseurs non professionnels, sans avoir à demander une autorisation de commercialisation dans chaque Etat concerné. Par ailleurs, étant un produit réglementé bénéficiant du soutien des institutions européennes, les ELTIF peuvent se révéler attractifs pour les investisseurs

comme les compagnies d'assurances et fonds de retraites ainsi que les investisseurs de pays tiers (à l'instar des OPCVM qui ont rencontré une certaine popularité auprès d'investisseurs non européens, notamment en Asie).

Actifs et entreprises éligibles

Critères d'éligibilité

Pour être considéré comme un ELTIF, un FIA doit investir au moins 70% de son capital dans certains actifs éligibles, à savoir :

- des instruments de capital ou de quasi capital émis par des entreprises éligibles ;
- des instruments de dette (prêts ou obligations) ayant pour débiteurs par des entreprises éligibles ;
- des actifs physiques d'une valeur d'au moins €10 millions nécessitant du capital à long terme et détenus directement ou indirectement par l'intermédiaire d'entreprises éligibles.

Pour être éligible, l'entreprise doit être non cotée ou, s'il s'agit d'une PME cotées, sa capitalisation boursière ne doit pas dépasser 500 millions d'euros. Elle ne doit pas non plus être une entreprise financière, à moins que celle-ci investisse exclusivement dans des entreprises ou autres actifs éligibles (holdings d'investissement).

Enfin, les ELTIF peuvent également investir dans des fonds tels que des ELTIF, EuVECA et EuSEF sous certaines conditions.

Critères de diversification

En termes de diversification des risques, un ELTIF ne peut investir plus de 10% de son capital dans une même entreprise, un même actif physique (cette limite pouvant être portée à 20% dans certains cas) ou un seul et même ELTIF.

Durée des prêts

Un ELTIF peut consentir directement des prêts à toute entreprise éligible, sous réserve que l'échéance ne dépasse pas la durée de vie de l'ELTIF.

Fonctionnement des ELTIF

Fond fermé

Ayant pour objet de dynamiser les investissements de long terme, le fonctionnement d'un ELTIF est proche de celui d'un fonds de private equity ou d'un fonds de dettes destiné aux investisseurs institutionnels. La documentation juridique de l'ELTIF devra ainsi :

- spécifier la durée de vie du fonds (durée pendant laquelle les investisseurs ne pourront, en principe, demander le rachat de leurs parts) ;
- prévoir une période d'investissement en précisant la date à compter de laquelle les quotas ELTIF devront être respectés ;
- prévoir une politique de cession de ses actifs et une politique de distribution.

Le blocage des fonds investis ainsi que les risques liés à la nature illiquide d'un ELTIF doivent être clairement indiqués dans le prospectus, qui doit en outre tenir compte des informations requises par l'article 23 de la Directive AIFM.

Bien que les ELTIF ne puissent généralement pas proposer de droits au rachat avant leur terme, leurs titres pourront être échangés et transférés à un autre investisseur sans restriction, de sorte que le marché secondaire devrait permettre aux investisseurs d'accéder à une certaine liquidité au cours de la vie du fonds.

Interdiction et encadrement de certaines transactions

Afin de protéger les investisseurs, des limites relatives à certaines transactions ont posées :

- les ventes à découvert sont interdites ;
- le recours à l'emprunt est autorisé pour les seuls emprunts de liquidités, sous réserve qu'il ne représente pas plus de 30% du capital de l'ELTIF ;
- l'utilisation d'instruments dérivés est limitée à la couverture des risques inhérents aux investissements de l'ELTIF.
- La conclusion de prêts ou d'emprunts (ou repo/reverse repo) de titres, d'emprunt de titres ne sont pas autorisés si plus de 10% des actifs de l'ELTIF sont concernés ;
- l'exposition sur des matières premières (y compris au travers de produits dérivés) est interdite.

1^{er} produit "cross-border" pour les investisseurs professionnels et de détail

Les ELTIF constituent le 1^{er} produit hybride européen conçu à la fois pour les investisseurs institutionnels et de détail, une base d'investisseurs plus large devant permettre de lever davantage de capitaux pour les entreprises européennes. Les ELTIF envisageant de commercialiser leurs parts auprès des investisseurs non professionnels seront assujettis à un certain nombre d'exigences supplémentaires visant à protéger ces derniers. A ce titre, les titres de l'ELTIF ne pourront être commercialisés auprès d'investisseurs de détail qu'à la condition que le gestionnaire ou le distributeur fournisse des conseils d'investissement adaptés aux investisseurs concernés.

Si un ELTIF est commercialisé auprès d'investisseurs de détail, il sera considéré comme un produit d'investissement packagé de détail et soumis à l'obligation d'avoir un document d'information clé présentant ses caractéristiques et ses risques.

Quels fonds français ?

A priori tout FIA de l'Union Européenne devrait pouvoir demander et recevoir un agrément ELTIF. En France, certains fonds semblent cependant plus à même de respecter les exigences du Règlement ELTIF. Il s'agit notamment :

- des organismes de titrisation (OT) ;
- des fonds professionnels de capital investissement (FPCI) ;

- des fonds professionnels spécialisés (FPS) ; et
- des fonds professionnels de capital investissement.

Une nécessaire adaptation du cadre juridique français

Même si le Règlement ELTIF, d'application directe, ne nécessite aucune norme de transposition, son introduction dans le corpus juridique français requiert une adaptation de certaines règles.

Ainsi, le Règlement ELTIF permet aux gestionnaires AIFM de développer leurs activités, en offrant la possibilité aux ELTIF de consentir des prêts sous réserve du respect des conditions définies dans le Règlement.

L'objectif affiché est double. Pour les entreprises non cotées, qui peuvent avoir des difficultés à accéder aux marchés des capitaux et à financer leur croissance et leur développement, il vise à offrir la possibilité d'un financement privé. Pour les PME cotées, il s'agit plutôt d'offrir une source alternative de financement à long terme.

Les FIA de droit français n'ayant pas jusqu'à présent la capacité de prêter directement, des aménagements réglementaires seront nécessaires pour permettre aux véhicules d'investissement français labélisés ELTIF d'octroyer des prêts en France. A cet effet, l'AMF, a lancé une consultation publique sur la possibilité pour un fonds d'investissement de droit français d'octroyer des prêts.

Après la brèche dans le monopole bancaire permise par la réglementation en France du crowdfunding, et le crédit

interentreprises figurant dans la loi Macron, le Règlement ELTIF vient grignoter un peu plus encore le monopole bancaire français.

Par ailleurs, une modification de certaines dispositions du Règlement Général de l'AMF est envisagée afin notamment d'ouvrir la souscription et l'acquisition des parts de certains FIA aux investisseurs non professionnels, dès lors que le fonds serait agréé ELTIF

Le label ELTIF pour les assureurs

Le Règlement identifie les compagnies d'assurance comme étant une catégorie d'investisseurs pour lesquels les ELTIF peuvent constituer une source de revenus stables et réguliers, offrant des rendements à long terme au sein de structures bien réglementées.

Les règles prudentielles applicables aux entreprises d'assurance seront adaptées afin d'encourager l'investissement dans les ELTIF. Le 30 septembre dernier, la Commission a ainsi proposé un amendement aux mesures d'exécution de Solvabilité II. Cet amendement concerne les investissements en infrastructure et les ELTIF. Les investissements dans les ELTIF recevront un nouveau calibrage, correspondant à celui actuellement appliqué aux actions cotées sur un marché réglementé, et plus faible que celui appliqué aux actions non cotées. Le traitement prudentiel des ELTIF serait ainsi en ligne avec celui applicable aux fonds européens de capital-risque et aux fonds d'entrepreneuriat social.

Les prochaines étapes

Au niveau européen, reste pour la Commission, sur la base des recommandations de l'ESMA, à adopter les normes techniques de réglementation prévues dans le Règlement ELTIF.

S'agissant des principales places financières européennes, les réglementations au Luxembourg et au Royaume Uni devraient permettre la création d'ELTIF dès la date d'application du Règlement

(9 décembre 2015). Ces pays ont ou envisagent d'apporter notamment des ajustements aux règles existantes. En particulier, la loi concernant les organismes de placement collectif au Luxembourg sera probablement modifiée afin de permettre au régime des ELTIF de s'appliquer de manière efficace, et le trésor britannique a publié le 12 novembre 2015 une réglementation permettant de donner pleinement effet au Règlement au Royaume-Uni.

En France, la consultation lancée par l'AMF relative à l'octroi de prêts par des fonds d'investissement s'est clôturée le 4 décembre. Dans le cadre des travaux du projet de loi de finances rectificative pour 2015, l'Assemblée nationale a adopté un amendement en vue de permettre l'octroi de prêts par les OT, FPCI et FPS.

Tableau comparatif

	FPS (non FPE)	FPCI	OT (non FPE)	ELTIF
Forme	SICAV, fonds commun de placement (FCP) ou société en commandite simple (SCS)	Fonds communs de placement ou sociétés de capital investissement	Fonds commun de titrisation (FCT) ou société de titrisation (ST) (sous forme de SA ou de SAS)	En fonction de la forme du FIA
Société de gestion	Société de gestion agréée par l'AMF, agréée ou non conformément à la directive AIFM	Société de gestion agréée par l'AMF, agréée ou non conformément à la directive AIFM	Société de gestion agréée par l'AMF, agréée ou non conformément à la directive AIFM	Société de gestion agréée conformément à la directive AIFM
Dépositaire	Oui	Oui	Oui	Oui
Agrément du fonds	Non. FIA déclaré à l'AMF	Non. FIA déclaré à l'AMF	Non	Agrément par le régulateur national
Durée de vie	Définie dans les statuts ou règlement	Définie dans les statuts ou règlement	Définie dans les statuts ou règlement	Définie dans les statuts ou règlement. La durée doit être suffisamment longue pour permettre de couvrir le cycle de vie de chacun des actifs
Faculté de rachat des parts ou actions à la demande des investisseurs	Oui, dans les conditions définies dans les statuts ou règlement	Oui, dans les conditions définies dans les statuts ou règlement	Non	Possible avec restriction. Demande de rachat possible à compter du lendemain de la date de fin de vie de l'ELTIF. Dérogations possibles, telles que définies dans les statuts ou règlement
Typologie d'investisseurs	Clients professionnels (ou équivalent étranger)	Clients professionnels (ou équivalent étranger)	Pas de restriction. Démarchage interdit, sauf auprès d'investisseurs qualifiés	Pas de restriction

	FPS (non FPE)	FPCI	OT (non FPE)	ELTIF
Actifs éligibles	<p>Tout type de bien, incluant:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Titres de capital ou de quasi-capital • Instruments de dette (créances ou titres de créance) • Contrats financiers • Actifs tangibles (p.ex. immobilier) <p>Application de contraintes de valorisation et de liquidité sur les actifs</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Composé de 50% au moins de titres equity ou quasi-equity (titres participatifs, titres donnant accès au capital) qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché financier • Avances en compte courant permises dans la limite de 15% de l'actif du fonds • Titres de capital (ou donnant accès au capital) cotés jusqu'à 20% de l'actif du fonds, à certaines conditions • Créances jusqu'à 10% de l'actif du fonds, à certaines conditions 	<p>Pour les OT s'exposant aux risques de crédit par voie d'acquisition d'actifs:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Créances • Titres de créance 	<p>Composé de 70% d'actifs éligibles :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Titres equity ou quasi-equity émis par une entreprise éligible, à certaines conditions • instruments de dette émis par une entreprise éligible • prêts consentis par l'ELTIF à une entreprise éligible • parts ou actions d'un ou plusieurs autres ELTIF, EuVECA et EuSEF, à certaines conditions • actifs physiques détenus directement ou indirectement par l'intermédiaire d'entreprises éligibles, d'une valeur d'au moins 10 millions d'euros
Faculté d'emprunt	Sans restriction	Dans la limite de 10% du montant de son actif	Sans restriction	Dans la limite de 30% de la valeur du capital de l'ELTIF, à certaines conditions
Limitation ou interdictions d'activités spécifiques	Néant.	Néant.	Néant.	<p>Interdictions:</p> <ul style="list-style-type: none"> • vente à découvert d'actifs • expositions sur des matières premières (y compris <i>via</i> des dérivés) <p>Limitations:</p> <ul style="list-style-type: none"> • repo et reverse repo si plus de 10% des actifs de l'ELTIF sont concernés instruments financiers dérivés, sauf à titre de couverture

Contacts



Xavier Comaills
Avocat à la Cour, Associé
Structuration de Fonds
T: +33 1 44 05 51 66
E: xavier.comaills
@cliffordchance.com



Frédérick Lacroix
Avocat à la Cour, Associé
Banque & Finance
T: +33 1 44 05 52 41
E: frederick.lacroix
@cliffordchance.com



Jonathan Lewis
Avocat à la Cour, Associé
Banque & Finance
T: +33 1 44 05 52 81
E: jonathan.lewis
@cliffordchance.com



Tiana Rambatomanga
Avocat à la Cour, Counsel
Structuration de Fonds
T: +33 1 44 05 51 85
E: tiana.rambatomanga
@cliffordchance.com



Sophie Guilhem-Ducléon
Avocat à la Cour, Counsel
Banque & Finance
T: +33 1 44 05 24 42
E: sophie.guilhem-ducleon
@cliffordchance.com



Julien Rocherieux
Avocat à la Cour, Counsel
Banque & Finance
T: +33 1 44 05 59 52
E: julien.rocherieux
@cliffordchance.com



Véronique de Hemmer Gudme
Directrice des Affaires Règlementaires
T: +33 1 44 05 51 28
E: veronique.dehemmergudme
@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.

Clifford Chance, 1 rue d'Astorg, CS 60058, 75377 Paris Cedex 08, France

© Clifford Chance 2015

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.

www.cliffordchance.com

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

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.