Avis du Comité économique et social européen sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relative aux fonds de capital-risque européens

COM(2011) 860 final — 2011/0417 (COD)

(2012/C 191/13)

Rapporteure: **M^me^ Anna NIETYKSZA**

Conformément à l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, le Conseil et le Parlement européen ont décidé, respectivement le 20 et le 17 janvier 2012, de consulter le Comité économique et social européen sur la

«*Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relative aux fonds de capital-risque européens*»

COM(2011) 860 final — 2011/0417 (COD).

La section spécialisée «Marché unique, production et consommation», chargée de préparer les travaux du Comité en la matière, a adopté son avis le 17 avril 2012.

Lors de sa 480^e^ session plénière des 25 et 26 avril 2012 (séance du 26 avril 2012), le Comité économique et social européen a adopté le présent avis par 131 voix pour, 2 voix contre et 5 abstentions.

1. **Conclusions et recommandations**

1.1 Le CESE accueille favorablement le règlement relatif aux fonds de capital-risque européens, qui propose de créer un instrument juridique d'investissement valable à l'échelle européenne grâce à l'utilisation d'un passeport unique, afin d'aider les fonds européens de capital-risque à attirer les investisseurs internationaux et d'offrir aux PME novatrices un accès plus aisé aux financements. Le règlement instaure des règles uniformes concernant les catégories d'investisseurs, impose des exigences uniformisées pour les gestionnaires d'organismes de placement collectif qui exercent leurs activités sous la dénomination de «fonds de capital-risque européen» et édicte des dispositions à respecter pour ce qui est des portefeuilles et des techniques d'investissement, ainsi que des entreprises que lesdits fonds peuvent cibler.

1.2 L'initiative est prise pour répondre aux objectifs de la stratégie générale Europe 2020 et de l'Acte pour le marché unique, de manière à garantir que d'ici 2012, les fonds de capital-risque établis dans un État membre, quel qu'il soit, puissent lever des capitaux et investir librement dans toute l'UE et soient en mesure d'y financer durablement les entreprises novatrices et la création d'emplois.

1.3 Le règlement sur les fonds de capital-risque européens vise à inciter les investisseurs privés internationaux, y compris les particuliers, à investir dans des fonds de capital-risque installés dans tout pays de l'UE. Cet aspect revêt une haute importance si l'on considère que le secteur du capital-risque est tributaire à l'excès des financements publics, dont les contributions assurent plus de 50 % de ses moyens. Le CESE estime que les pouvoirs publics devraient au contraire s'employer à créer un cadre réglementaire stable.

1.4 Le règlement établit des règles uniformes concernant les catégories d'investisseurs qu'il considère comme habilitées à ressortir à ses dispositions. Les mesures proposées doivent être plus souples et répondre aux besoins des investisseurs privés internationaux pour pouvoir se prêter à la réalisation d'investissements transnationaux. Le CESE pense qu'elles devront absolument présenter un attrait pour les investisseurs non européens comme pour ceux qui sont implantés en Europe, si l'on veut obtenir une augmentation du stock de capital disponible pour les PME européennes.

1.5 Dans le contexte des réglementations prudentielles telles que Bâle III, la directive sur le capital requis CRD IV ou Solvabilité, le passeport pour fonds de capital-risque européen s'avère des plus importants aux yeux des grands acteurs privés, banques, fonds de pension ou compagnies d'assurances, qui, fournissant des fonds au secteur du capital-risque, limitent leurs investissements dans les PME d'innovation, considérées comme des actifs à haut risque.

1.6 Le CESE se félicite tout particulièrement du rôle qu'il est envisagé que jouent les fonds de capital-risque européens s'agissant de soutenir la création d'emplois dans les PME européennes d'innovation et de haute technologie. Pour au moins 70 %, les apports en capital des fonds, dont les actifs gérés ne devraient pas dépasser un plafond de 500 millions d'euros, doivent être directement consacrés à des PME et leur fournir des fonds propres ou quasi fonds propres.

1.7 Le Comité fait également part de sa satisfaction en ce qui concerne les exigences uniformes imposées dans toute l'Europe pour l'enregistrement des fonds, ainsi que le passeport paneuropéen de commercialisation, qui devraient faciliter les investissements transnationaux, ou encore les prescriptions de respect des normes d'activité, d'organisation et d'éthique pour les gestionnaires des fonds européens.

1.8 Le Comité attire néanmoins l'attention sur certaines restrictions susceptibles d'émousser l'effet escompté, comme la limitation du champ d'application des fonds de capital-risque couverts par le règlement, qui les confine exclusivement dans les investissements en fonds propres ou quasi fonds propres émanant directement de l'entreprise concernée, par exemple sous la forme d'une nouvelle émission d'actions ou d'autres formes de participation. Le CESE propose que la réglementation proposée soit élargie, en étant étendue aux parts ou actions d'autres fonds de capital-risque européens, une telle mesure pouvant augmenter le montant total du capital disponible pour des investissements dans des PME.

1.9 Du fait de ces limitations, il est exclu qu'au titre du règlement, un «fonds de fonds» puisse obtenir le passeport paneuropéen.

1.10 Le CESE fait observer que le passeport unique ne règle pas la question de la transparence fiscale des instruments d'investissement, qui est cruciale si l'on souhaite que des investissements soient effectivement consentis en matière de capital-risque et de capital-investissement. Il s'impose d'examiner le problème des barrières fiscales transnationales en matière de capital-risque et d'y apporter des solutions.

1.11 Le CESE souligne que la vocation même d'un instrument d'investissement efficace est d'offrir à différents types d'investisseurs la possibilité d'investir collectivement tout en leur assurant une optimalisation fiscale, notamment en ce qu'il leur évite une double imposition, concernant ici l'impôt prélevé sur l'investissement de portefeuille et la taxe sur les versements effectués au profit des instances qui ont investi dans le fonds.

1.12 Le CESE demande qu'il soit prévu une période de transition pour la mise en œuvre des exigences fixées en matière de plafond, afin de tenir compte des disparités entre États membres dans le niveau des revenus.

1.13 Le CESE estime que les fonds de capital-risque européens devraient être des structures de type fermé qui investissent au moins 70 % de leurs apports en capital et de leur capital souscrit dans des actifs qui sont des investissements admissibles, afin de garantir qu'il ne soit pas possible, avant leur liquidation, de racheter leurs actions, que ce soit en espèces ou en titres. Il convient également de prévoir qu'ils doivent être établis dans l'Union européenne, afin d'éviter que bien que dirigés par des gestionnaires européens, ils ne s'implantent dans des paradis fiscaux à des fins d'évasion fiscale.

1.14 Il conviendrait de renforcer le système de protection des investisseurs en prévoyant la désignation d'un dépositaire chargé de la garde des actifs, de la surveillance du flux de liquidités et des fonctions de contrôle. La directive OPCVM dispose qu'un dépositaire doit être désigné pour les organismes de placement collectif.

1.15 Le CESE entend mettre l'accent sur l'enjeu spécifique de développer le recours des marchés du capital-risque aux fonds de l'UE, ainsi que de pourvoir aux besoins financiers des entreprises en phase de conception et de démarrage, qui, en raison du risque qu'elles présentent, ne sont pas financées par le capital privé.

1.16 En proposant d'instaurer un passeport pour les fonds de capital-risque européens, le règlement accomplit un pas dans la bonne direction; il conviendrait de compléter et développer cette proposition, pour éviter qu'elle n'ait un impact exagérément réduit par rapport aux espoirs qu'elle suscite.

2. **Le marché du capital-risque et du capital-investissement en Europe**

2.1 L'élaboration du règlement du Parlement européen et du Conseil qui est proposé s'est effectuée dans le contexte d'une évaluation particulière. Le texte affirme qu'en comparaison de son homologue américain, le marché européen du capital-risque apparaît chétif. Il est nettement plus petit, présente une compartimentation en une série de marchés nationaux et se caractérise par une absence de règles uniformes. Seuls quelques États membres se sont dotés d'une réglementation spécifique sur ces fonds, prévoyant des dispositions qui régissent la composition de leurs portefeuilles, leurs techniques d'investissement et leurs cibles d'investissement éligibles. En conséquence, il est difficile et coûteux, pour les pourvoyeurs de capitaux, tels que la clientèle particulière, les fonds de pension ou les compagnies d'assurance, d'orienter leurs investissements vers le capital à risque.

2.2 Traditionnellement, ce sont les gestionnaires de fonds britanniques qui ont levé et investi la part la plus importante des fonds placés dans le secteur européen du capital-risque et du capital-investissement. Ils ont systématiquement réussi à récolter quelque 30 % des fonds du marché des nouveaux investissements et en 2009, ils ont atteint un pourcentage de 34 %. À l'apogée de leurs performances en la matière, en 2007, ils avaient investi 34 milliards d'euros, contribuant pour 46 % de l'ensemble des investissements européens. Lors de l'année de crise que fut 2009, ce chiffre s'est monté à 9 milliards d'euros, soit près de 40 % du marché. Du point de vue des cibles de ces placements, seuls 52 % des 9 milliards investis sont allés à des firmes britanniques, les capitaux restants étant exportés pour leur plus grande part vers d'autres pays européens.

2.3 Les autres protagonistes du marché européen sont les principales économies du Vieux continent: France, Allemagne et Italie. La place qu'ils occupent sur le marché est stable: en 2009, ces trois États ont levé environ 31 % du volume total des nouveaux capitaux et investi 6,7 milliards d'euros, montant équivalant à 29 % de l'ensemble des investissements. En ce qui les concerne, la levée des fonds s'effectue en majeure partie sur le marché national et ces sommes restent sur leur territoire, sous la forme d'investissements qui, en 2009, ont reçu le renfort de capitaux importés, dans le cas de l'Italie et de l'Allemagne.

2.4 La structure des pourvoyeurs de capitaux a également connu des bouleversements majeurs. En 2008, ce sont les fonds de pension qui ont constitué la principale source de capital, à hauteur de 28 %, tandis que la part des banques avait décliné progressivement, passant de 22 % en 2000 à 7 % en 2008. En 2009, la tendance s'est inversée et la contribution des banques est remontée à 18 %. La cause de ces fluctuations réside dans le tarissement brutal du flux de ressources fourni par le secteur des fonds de pension, qui a cherché à limiter son exposition aux actifs à risque.

2.5 S'agissant de jauger le degré de difficulté avec lequel s'est effectuée une levée de capitaux, un bon indicateur est le laps de temps dont les administrateurs ont eu besoin pour clôturer un fonds, c'est-à-dire pour réunir un groupe virtuel d'investisseurs. De 2005 à 2007, il ne fallait pas plus d'un an pour effectuer cette opération. En 2009, elle prenait dix-huit mois et, au premier semestre 2010, elle n'en exigeait pas moins de vingt.

2.6 Plusieurs années durant, l'investissement dans le capital-risque s'est nettement inscrit à la baisse: en 2009, les sommes ainsi placées à risque se sont montées à 9 milliards d'euros, quoique sur ce montant, 2 milliards seulement ont été alloués à des entreprises en phase d'amorçage ou de démarrage; sur les trois premiers trimestres de 2010, ce sont 7 milliards qui ont été investis.

2.7 Une des conséquences essentielles de cette baisse de l'investissement a été de faire chuter le montant moyen des sommes investies par entreprise, qui est passé de 8,8 millions d'euros en 2008 à 4,7 millions l'année suivante. Selon des données du premier semestre de 2010, ce chiffre serait ensuite remonté, à 7,9 millions d'euros.

2.8 Les investissements se concentrent sur cinq branches d'activité: en 2009 et 2010, ils sont allés à raison de 19 % à celle des biens et des services aux entreprises et pour 13 % à celles des biens de consommation, du commerce de détail et des télécommunications, tandis que 15 % d'entre eux ont été effectués dans le domaine des sciences de la vie. Pour ce qui est du capital-risque, 65 % des sommes investies se sont dirigées vers le champ des sciences de la vie, des technologies de l'information et des télécommunications.

3. **Aperçu de la proposition de la Commission européenne**

3.1 La crise financière de 2008 et 2009 et les nouvelles exigences en matière prudentielle telles que Bâle III, la directive sur le capital requis CRD IV ou Solvabilité ont entraîné une baisse significative dans les ouvertures et extensions de lignes de crédit consenties par les banques aux PME, dont la quête et la demande de sources de financement de substitution se sont faites plus pressantes.

3.2 Il est dès lors nécessaire de fournir aux PME d'autres sources de financement. À cet égard, les fonds de capital-risque peuvent jouer un rôle important pour combler la pénurie de financement qui affecte les investissements dans l'innovation. Ils fournissent en effet un apport en fonds propres ou en quasi fonds propres aux jeunes entreprises et aux petites entreprises qui apparaissent dotées d'un fort potentiel de croissance à long terme, généralement pour financer leur implantation sur le marché. À l'inverse des fonds de capital investissement, qui se concentrent essentiellement sur les rachats d'entreprises, les fonds de capital-risque investissent à long terme dans des entreprises, aux côtés d'entrepreneurs

3.3 Le secteur européen du capital-risque présente un caractère fragmenté et dispersé qui induit chez les investisseurs une réticence, statistiquement pertinente, à investir dans les fonds de capital-risque (FCR). Le morcellement de la réglementation fait que les investisseurs potentiellement intéressés (particuliers fortunés, fonds de pension ou entreprises d'assurance) jugent difficile et coûteux de réorienter une partie de leurs investissements vers le capital-risque.

3.4 L'insuffisance des ressources financières actuellement consacrées au capital-risque est directement responsable de la taille médiocre qu'atteignent, en moyenne, les fonds de capital-risque européens. De ce fait, le capital-risque ne joue actuellement qu'un rôle mineur dans le financement des PME. En l'absence d'une industrie du capital-risque efficace, les innovateurs et les entreprises d'innovation en Europe restent très en deçà de leur potentiel commercial et cette carence, par répercussion, nuit à sa compétitivité globale.

3.5 Cet état de fait bride dans des proportions significatives le potentiel d'investissement, représenté en l'occurrence par les fonds, et limite l'apport de capital en faveur des petites et moyennes entreprises, en particulier lorsqu'il s'agit de firmes tournées vers l'innovation. Par voie de conséquence, ces PME sont dès lors «contraintes» de se placer sous la dépendance du secteur bancaire, situation qui, dans leur cas, est d'autant plus délicate qu'en vertu des nouvelles règles prudentielles, les banques sont devenues nettement moins disposées à financer des petites entreprises, fussent-elles novatrices, aux premières étapes de leur développement.

3.6 L'essor du marché européen du capital-risque fait partie des objectifs de la stratégie globale Europe 2020. Dans l'Acte pour le marché unique ([1]), la Commission européenne s'est engagée à assurer que d'ici 2012, les fonds de capital-risque établis dans un État membre, quel qu'il soit, puissent lever des capitaux et investir librement dans toute l'UE.

3.7 Dans son document du 7 décembre 2011, la Commission a présenté une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux fonds de capital-risque européens. Le point cardinal de cette initiative est de prévoir que dans l'Espace économique européen, les fonds de capital-risque auront la possibilité d'obtenir un statut de fonds européen («passeport»), pour autant qu'ils satisfassent à certaines exigences réglementaires. Ledit passeport les autorisera à agir librement et à lever des fonds dans chaque État. Aux auteurs des investissements, il donnera l'assurance qu'ils bénéficient d'une protection élémentaire et il fera par ailleurs baisser les coûts liés à la réglementation que doivent assumer les sociétés de gestion pour accéder aux différentes catégories d'investisseurs et de marchés.

3.8 Le règlement proposé traite ces problèmes:

— en établissant une définition du «fonds de capital risque européen», qui doit répondre aux grandes conditions suivantes: i) consacrer aux PME au moins 70 % du total de ses apports en capital, ii) gérer des actifs qui, au total, ne dépassent pas un plafond de 500 millions d'euros, iii) apporter des fonds propres ou des quasi fonds propres à ces PME (c'est-à-dire des «capitaux frais») et iv) ne pas recourir à l'effet de levier (autrement dit, ne pas investir de capitaux pour des montants supérieurs à ceux engagés par les investisseurs, de manière à ne pas être endetté), les seuls emprunts qui lui sont autorisés étant ceux à court terme, destinés à couvrir des besoins exceptionnels de liquidités;

— en instaurant des règles uniformes relatives aux catégories d'investisseurs qui sont considérés comme habilités à investir dans les «fonds de capital-risque européens». Les fonds répondant à ces conditions ne peuvent être commercialisés qu'auprès des investisseurs reconnus comme investisseurs professionnels en vertu de la directive 2004/39/CE et de certains autres investisseurs traditionnels en capital-risque, tels que les particuliers fortunés ou les investisseurs providentiels;

— en prévoyant pour tous les gestionnaires de fonds de capital-risque candidats admissibles des conditions uniformes d'enregistrement, ainsi qu'un passeport valable à l'échelle de l'UE, de manière que l'accès aux investisseurs habilités leur soit ouvert sur tout le territoire de l'UE et que soit favorisée l'instauration de conditions de concurrence égales pour tous les participants au marché du capital-risque;

— en édictant des exigences minimales que le gestionnaire doit respecter en matière de transparence, d'organisation et de conduite des affaires.

4. **Observations générales et particulières**

4.1 La proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relative aux fonds de capital-risque européens s'inscrit dans les efforts déployés en matière réglementaire pour créer un environnement plus favorable quant à la manière dont fonctionne le marché du capital-risque, ainsi que pour influer davantage sur les PME. Le CESE estime qu'elle pose un excellent premier jalon pour développer en Europe un secteur des technologies contemporaines qui soit novateur et durable, employant des travailleurs européens hautement qualifiés et bien formés et participant activement à la création d'emplois.

([1]) Voir http://ec.europa.eu/internal_market/smact/docs/20110413-communication_fr.pdf, 13 avril 2011.

4.2 Le CESE souligne que la vocation même d'un instrument d'investissement efficace est d'offrir à différents types d'investisseurs la possibilité d'investir collectivement tout en leur assurant une optimalisation fiscale, notamment en ce qu'il leur évite une double imposition, concernant ici l'impôt prélevé sur l'investissement de portefeuille et la taxe sur les versements effectués au profit des instances qui ont investi dans le fonds. Il apparaît qu'en l'absence d'une référence à la question de la transparence fiscale, le passeport ne présentera qu'un intérêt limité.

4.3 Pour parvenir à aider les investisseurs institutionnels à accéder au marché du capital-risque, il serait nettement plus rapide et facile d'opter pour l'utilisation du mécanisme des «fonds de fonds», qui permet d'obtenir une dispersion significative du risque au niveau des investissements de portefeuille. Les fonds de fonds constituent un moyen approprié d'investir en capital-risque dans le cas des investisseurs institutionnels qui ne peuvent y consacrer qu'un faible volant de ressources ou ne se sont pas dotés de compétences étendues dans l'investissement direct en fonds. Selon des données de l'Association européenne du capital-investissement et du capital-risque (EVCA), les fonds de fonds sont intervenus à hauteur de 13,5 % en 2009 dans l'apport de capitaux nouveaux aux fonds de capital-risque et de capital-investissement, tandis que ce pourcentage a été en moyenne de 14,1 % sur l'ensemble de la période 2005-2009 et qu'ils sont arrivés en deuxième position, après les fonds de pension, sur la liste de leurs pourvoyeurs de capitaux.

4.4 Le CESE demande qu'il soit prévu une période de transition pour la mise en œuvre des exigences fixées en matière de plafond, afin de tenir compte des disparités entre États membres dans le niveau des revenus.

4.5 Le CESE estime que les fonds de capital-risque européens devraient être des structures de type fermé qui investissent au moins 70 % de leurs apports en capital et de leur capital souscrit dans des actifs qui sont des investissements admissibles, afin de garantir qu'il ne soit pas possible, avant leur liquidation, de racheter leurs actions, que ce soit en espèces ou en titres. Il convient également de prévoir qu'ils doivent être établis dans l'Union européenne, afin d'éviter que bien que dirigés par des gestionnaires européens, ils ne s'implantent dans des paradis fiscaux à des fins d'évasion fiscale.

4.6 Il conviendrait de renforcer le système de protection des investisseurs en prévoyant la désignation d'un dépositaire chargé de la garde des actifs, de la surveillance du flux de liquidités et des fonctions de contrôle. La directive OPCVM dispose qu'un dépositaire doit être désigné pour les organismes de placement collectif. Ce principe a également été inscrit dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM). Afin de garantir la cohérence du cadre de l'Union, un dépositaire devrait également être nommé pour les fonds de capital-risque européens.

4.7 Le nouveau règlement ne résout pas le problème de la faiblesse nominale que présente le marché du capital-risque. L'économie des fonds d'investissement est gouvernée par deux phénomènes. Le premier est la croissance soutenue du secteur des fonds de pension, qui a entraîné un gonflement régulier du volume des capitaux que les investisseurs mettent à la disposition des fonds de capital-risque ou de capital-investissement. Or, les règles qui régissent le partage des risques d'investissement dans les portefeuilles de placement veulent que ceux des fonds de capital-risque comportent idéalement de huit à douze entreprises. Si le nombre de leurs investissements se situe en deçà, ils risquent davantage, tandis que s'ils dépassent cette limite, leurs frais de gestion s'en trouvent augmentés. L'effet combiné d'une offre grandissante de capitaux et de cette règle de l'optimisation des portefeuilles aboutit inévitablement à ce que la taille des fonds tende constamment à augmenter, nécessitant en retour d'augmenter la valeur de chacun des investissements consentis dans la société de portefeuille. Au bout du compte, le gonflement de l'épargne de retraite (de long terme) a eu pour conséquence que les placements se sont détournés du capital-risque pour se porter vers le capital-investissement.

4.8 Le second phénomène est lié au mode de rémunération des gestionnaires de fonds, qui prend la forme d'un pourcentage de la valeur des capitaux gérés. De ce mécanisme, il s'ensuit que leur rétribution sera d'autant plus élevée que la taille du fonds est importante. Il en résulte que pour toute équipe gestionnaire, les fonds de capital-investissement, avec leur taille considérable, représentent une option bien plus lucrative (!) que les fonds de capital-risque, de faible ampleur, qui présentent des risques d'investissement et des coûts de gestion bien plus élevés. La résultante de ces deux mouvements est que le marché du capital-risque s'affaiblit par rapport à celui du capital-investissement, en termes relatifs s'entend, c'est-à-dire augmente moins vite que lui, étant donné que les capitaux tendent à se diriger vers les fonds et les investissements de plus grande envergure, lesquels servent par ailleurs les intérêts des gestionnaires opportunistes de ces instruments.

4.9 Le règlement proposé étant impuissant à atténuer ces deux mécanismes, le CESE invite la Commission à approfondir sa réflexion à ce sujet.

4.10 Il conviendrait d'autoriser les investissements réalisés par les dirigeants d'une société lorsqu'ils consistent à investir dans les fonds de capital-risque admissibles dont ils assurent la gestion, étant donné qu'ils démontrent ainsi leur engagement et leur sens des responsabilités.

4.11 Le CESE est favorable aux fonds de capital-risque consacrés aux technologies de la société de l'information, à l'efficacité énergétique et aux sources d'énergie renouvelables, qui sont susceptibles d'aider à atteindre les objectifs de la stratégie globale Europe 2020.

4.12 Le CESE approuve l'initiative d'habiliter la Commission à adopter des actes délégués et l'encourage à poursuivre son suivi des développements et évolutions du marché du capital-risque.

Bruxelles, le 26 avril 2012.

Le président
du Comité économique et social européen
Staffan NILSSON