

# Les fonds de prêts ratissent large

Les décrets d'application de l'ordonnance du 4 octobre 2017 doivent consacrer les multiples possibilités d'investissement de ce véhicule tout en souplesse.

PAR FRÉDÉRIQUE GARROUSTE

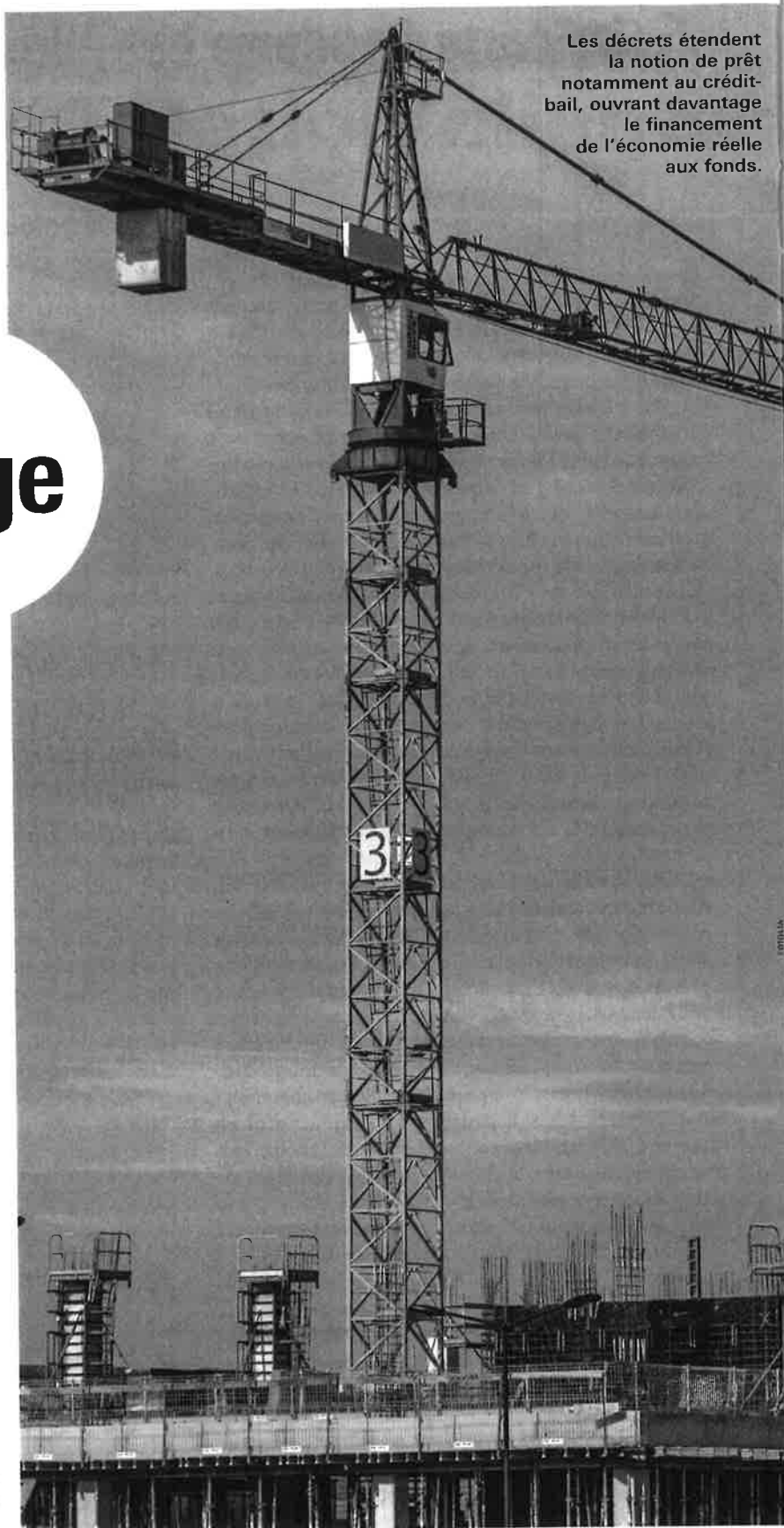
@GarrousteFreder

+ EMAIL [fgarrouste@agefi.fr](mailto:fgarrouste@agefi.fr)

**La publication** des deux décrets sur le financement de l'économie par des fonds était imminente au moment de mettre sous presse cet article. Très attendue, elle ponctue une réforme juridique ambitieuse, enclenchée à la suite du règlement européen Eltif (European long term investment fund) de fin 2015 sur la création de fonds qui prêtent. Le décret du 26 novembre 2016 avait déjà donné lieu à la possibilité pour les fonds professionnels spécialisés (FPS) et les fonds professionnels de capital investissement (FPCI) de faire des prêts en direct. La loi ouvrait aussi aux organismes de titrisation (OT) cette possibilité; elle sera désormais activée. Les décrets clarifient au passage certains volets du régime des OT qui serviront désormais aux opérations de masse de rachats de créances bancaires. Surtout, point majeur de la nouvelle étape, les décrets font des organismes de financement spécialisés (OFS) le véhicule privilégié du financement désintermédié.

Tandis que la titrisation devrait servir désormais classiquement aux opérations de masse telles que les rachats de créances aux banques, les OFS deviendront le véhicule privilégié du financement désintermédié.

Les décrets étendent la notion de prêt notamment au crédit-bail, ouvrant davantage le financement de l'économie réelle aux fonds.



« Le nouveau véhicule OFS combine les avantages de l'OT, qui permet d'émettre des obligations, et ceux du FIA (fonds d'investissement alternatifs), qui permet d'investir dans des classes d'actifs très diversifiées avec un contrôle important du dépositaire. C'est la première fois qu'un véhicule combine ces deux possibilités. Or, elles sont primordiales pour les investisseurs », déclare Patrick Simion, adjoint au directeur de la division expertise en gestion d'actifs de l'AMF. L'émission d'obligations correspond aux attentes des investisseurs, qui préfèrent avoir un titre de dette en sous-jacent plutôt qu'une part ou une action dans un fonds. En même temps, investir dans un OFS permettra souvent, par rapport à l'OT, un gain prudentiel, les investisseurs pouvant fonctionner par transparence, en fonction du sous-jacent.

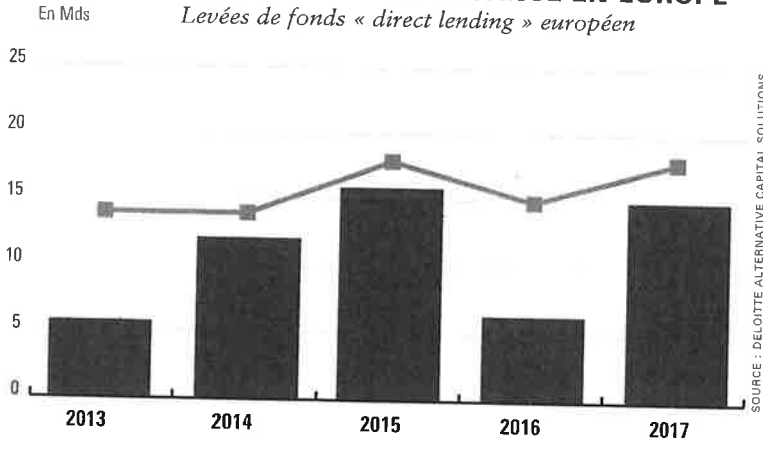
### SIMPLIFICATION NOTABLE

**Pour les investisseurs** institutionnels, le financement de la dette est toutefois plus simple s'il suit la logique de la titrisation, et le nouveau véhicule est conçu à partir de l'OT. Il bénéficie de ses avantages, notamment dans l'acquisition de créances et la protection antifaillite. Les cessions de créances sont opposables en cas de faillite du cédant, avec transfert des sûretés sans coûts ni formalités. L'une des rares sûretés efficaces en cas de faillite, la cession Dailly, n'est plus réservée aux banques : « le mécanisme de cession Dailly devient éligible : l'OFS, comme l'OT, bénéficiera de ce mécanisme de cession de créances, une simplification notable du formalisme pour le transfert de créances à un véhicule et la signification de la cession aux débiteurs », indique ainsi Thibault de Saint Priest, directeur général d'Acofi. Ces dispositions sont majoritairement refusées aux FPS.

En même temps, les investisseurs bénéficient avec l'OFS du cadre sécurisé de la directive AIFM. Élément de confort, le dépositaire joue, dans le cadre AIFM, un rôle plus fort de tiers indépendant, il contrôle les décisions de la société de gestion et son respect de la réglementation — l'OT va d'ailleurs voir le régime du dépositaire, qui lui était spécifique, s'aligner en grande part sur AIFM, mais les mêmes contrôles ne sont pas possibles sur les sous-jacents compte tenu de la multiplicité des lignes d'engagement qui caractérisent la titrisation. Autre élément sécurisant, « les FIA sont des fonds de gestion collective, tous les investisseurs sont exposés de la même manière, sans bordination du risque de crédit pour le détenteur des obligations », relève Patrick Simion. C'est toute la différence avec la titrisation qui, seule, permet désormais le « tranchage » débouchant sur la bordination de certains investisseurs, c'est-à-dire exposés à un traitement moins favorable en cas de pertes.

Le cadre AIFM donne des gages de sécurité mais aussi de liquidité, un impératif pour certains investisseurs, tels les assureurs allemands et italiens qui considèrent de toute façon les véhicules de titrisation

### LA DETTE PRIVÉE EN CROISSANCE EN EUROPE



EN FRANCE,  
**51** SOCIÉTÉS  
DE GESTION  
PEUVENT RACHETER  
DES CRÉANCES,  
L'ENCOURS DANS  
TOUS LES FIA (FPS)  
S'ÉLEVANT À PRÈS  
DE **24**  
MILLIARDS D'EUROS.

tion comme nationaux et privilégient le cadre AIFM. L'investisseur dans l'OFS bénéficiera d'une possibilité de rachat, à la différence de la titrisation où il est bloqué durant toute la durée de vie du fonds, corollaire d'exigences moins fortes en termes de valorisation et de suivi. « Comme pour les parts ou les actions de FIA, les obligations pourront être rachetées, à la valeur liquidative, à la demande des porteurs, ce qui est nouveau. Le cadre comptable de ces rachats reste à créer », précise Patrick Simion.

À l'actif, les décrets étendent la notion de prêt et l'éventail des actifs où peuvent investir les fonds OFS et OT : les engagements par signatures et participations en trésorerie sont possibles, ce qui peut servir notamment en Italie et en Espagne où les transferts de créances et de sûretés peuvent être problématiques. Le crédit-bail est expressément prévu parmi les actifs possibles d'un OFS ou d'un FPS, mais non pas d'un OT si l'opération conduit le véhicule à devenir propriétaire de l'actif.

Dans le cadre AIFM, les nouveaux véhicules bénéficieront du passeport et, partant, d'une commercialisation facilitée en Europe. De fait, tout est prévu pour que le véhicule français s'exporte facilement. « Il n'a pas d'équivalent exact ailleurs : certains véhicules européens sont, par exemple, spécialisés dans les prêts alors que nous avons prévu tous les instruments, sans limitation du type d'actifs », explique Patrick Simion. D'autres véhicules peuvent émettre des obligations mais sont soumis à la directive Prospectus et ne bénéficient donc pas des avantages de la commercialisation d'AIFM. » Tel est le cas des véhicules luxembourgeois. Par ailleurs, les véhicules irlandais permettent de faire du levier et pour s'aligner sur cette possibilité, le projet de décrets prévoit de permettre un levier jusqu'à 200 % de l'actif net.

Pour être complète, la réforme doit à présent fixer un cadre comptable et fiscal adéquat. Pour le régime comptable, le choix se fera entre le plan comptable général, utilisé notamment par les OT, et le plan comptable des OPCVM, qui s'applique aux autres FIA. « Bien que ce point ne soit pas encore tranché, il semblerait que ce

Pour aller plus loin, la documentation des instances de place sur la réforme des véhicules de financement français dans la version digitale de L'AGEFI HEBDO

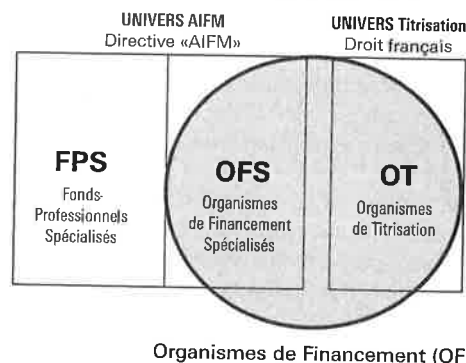
## → « Être aussi compétitif que les concurrents irlandais sur le plan fiscal »

dernier soit préféré par les autorités car lui seul, de par la valorisation des actifs et passifs à la valeur actuelle qu'il prévoit, permet de procéder à des rachats de parts, actions ou obligations émises par l'OFS», expose Delphine Charles-Perrone, direc-

teur des affaires comptables et fiscales de l'AFG.

Le régime fiscal aussi doit être attractif : d'autres places financières ont également mis en place des organismes équivalents et leur accordent par exemple la déductibilité fiscale de tous les engagements (intérêts, dividendes) envers les investisseurs. « Le régime fiscal de l'OFS en cours de définition devrait être au moins aussi compétitif que celui de ses concurrents irlandais et luxembourgeois en permettant à la déclinaison sociétaire de l'OFS (la société de financement spécialisée ou SFS) d'être résident au sens des conventions de double imposition tout en étant taxable à l'IS en France sur une assiette très réduite », précise Gilles Saint Marc. Des questions complexes restent à résoudre. « Le passage du résultat comptable calculé à partir du plan comptable OPCVM, qui ne contient ni les plus et moins-values

### DEUX UNIVERS DISTINCTS



réalisées ni les résultats latents, ne va pas aller sans poser de difficultés. De même, les OFS vont exercer une activité bancaire de prêts-emprunts. À cet égard, on peut se demander si les dispositions qui limitent la déductibilité fiscale des intérêts doivent leur être appliquées », s'interroge Delphine Charles-Perrone. Dans le cadre de la loi Pacte en préparation, le Trésor devrait apporter des éléments de confort aux sociétés de gestion sur le régime fiscal des véhicules, en attendant qu'une loi de finances précise tout à fait les règles, pas avant la fin 2018.

Pour aller plus loin, le texte intégral de l'entretien avec Gilles Saint Marc dans la version digitale de L'AGEFI HEBDO

### LA PAROLE À...

**GILLES SAINT MARC**, associé, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP

## « L'exacte transposition en droit français du label européen Eltif »

### Pourquoi un nouveau véhicule de financement ?

Pour bien comprendre cette réforme, on doit distinguer clairement deux univers : l'univers AIFM et l'univers de la titrisation. Font partie de l'univers AIFM, et sont donc régis par la directive AIFM telle que transposée en droit français, les FPS (fonds professionnels spécialisés) et les nouveaux OFS (organismes de financement spécialisés). Leurs sociétés de gestion doivent être agréées en qualité d'AIFM par l'AMF ou une autre autorité nationale d'un État membre (passeport « gestion ») tandis que leurs dépositaires sont soumis au régime résultant de la directive AIFM. En contrepartie, les titres émis par le FPS ou l'OFS bénéficient du passeport « commercialisation » et peuvent être dès lors placés auprès d'investisseurs



professionnels dans l'ensemble des États membres de l'Union européenne. Le FPS comme l'OFS peuvent se prévaloir du label français FPE et du label européen Eltif. Font partie de l'univers de la titrisation, cadre juridique national non soumis à la directive AIFM, les OT (organismes de titrisation). Ces derniers sont nécessairement gérés par une société agréée par l'AMF tandis que leur dépositaire verra, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019, son régime aligné sur celui des dépositaires de l'univers AIFM. Les titres émis par les OT peuvent être placés auprès d'investisseurs qualifiés des États membres de l'Union européenne sur la base de la notion de « placement privé » du règlement Prospectus. Les OT peuvent se prévaloir du label français FPE, mais non du label européen Eltif.

### Quels sont les avantages juridiques de l'OFS par rapport aux véhicules français existants ?

L'OT est le véhicule de dette par excellence : il peut, comme par le passé, acquérir des créances ou des obligations ; il peut, depuis la réforme, effectuer des opérations de sous-participation en risque ou en trésorerie et octroyer des prêts en direct en bénéficiant, comme les établissements de crédit, des dispositions de la loi Dailly. L'OFS peut comme les OT investir en dette. Il peut, en outre, détenir des actions, des titres de dette hybrides et des actifs corporels. Il correspond très exactement à la transposition juridique en droit français du label européen Eltif. Quant au passif, l'OT comme l'OFS peuvent émettre des parts, actions ou obligations.