



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 7.12.2011
SEC(2011) 1516 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

Accompagnant le document

**Proposition de
RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL
relatif aux fonds de capital-risque européens**

{COM(2011) 860 final}
{SEC(2011) 1515 final}

1. INTRODUCTION

Les fonds de capital-risque sont des opérateurs qui fournissent des fonds propres à des entreprises, généralement de très petite taille, durant les premiers stades de leur développement. Il s'agit souvent d'entreprises innovantes présentant un fort potentiel de croissance et d'expansion. Dans l'UE, le financement en capital-risque offre des possibilités importantes, mais largement inexploitées, de développement des petites et moyennes entreprises (PME)¹. Les PME soutenues par du capital-risque réussissent mieux que les autres. Elles peuvent créer des emplois de haute qualité, car le capital-risque favorise la création d'entreprises innovantes dont la croissance est plus rapide que celle des entreprises de secteurs traditionnels. Selon des études récentes, l'augmentation de l'investissement en capital-risque est associée à une augmentation du PIB, et le financement des PME en phase de démarrage a des retombées encore plus importantes. Le soutien au capital-risque peut donc être un moteur pour l'économie réelle.

En Europe, les fonds levés en vue d'investissements en capital-risque restent très insuffisants. Les fonds européens de capital-risque sont en moyenne d'une taille limitée (60 millions d'euros), ce qui compromet l'allocation optimale des ressources et empêche les économies d'échelle, préalable indispensable à la spécialisation nécessaire pour assurer la réussite d'un tel fonds.

L'analyse d'impact porte sur les mesures réglementaires à prendre pour que les fonds de capital-risque européens disposent de gisements de capitaux plus importants et puissent développer leur portefeuille d'actifs gérés, avec pour objectif, à la base, de renforcer le rôle de ces fonds en tant qu'instrument de financement pour les jeunes entreprises. Dans cette optique, l'analyse d'impact se concentre sur les règles régissant le «placement privé transfrontière» de capital-risque auprès d'investisseurs potentiels.

2. DEFINITION DU PROBLEME

Source de problèmes n°1: une réglementation fragmentée. Par rapport aux centres de haute technologie et d'innovation avec lesquels il est en concurrence au plan mondial, notamment aux États-Unis, le secteur européen du capital-risque se caractérise par son caractère fragmenté et dispersé. Neuf des 27 États membres ont adopté des règles spécifiques sur le fonctionnement des fonds de capital-risque, la composition de leur portefeuille, leurs instruments d'investissement, les cibles d'investissement éligibles, la localisation géographique de leurs investissements et les types d'investisseurs qui peuvent investir dans ces fonds; or, règles présentent des divergences de fond sur certains, voire sur l'ensemble, des points précités. De ce fait, il ne s'est pas imposé de définition uniforme de ce qui constitue un fonds de capital-risque. Dix-huit États membres n'ont pas de réglementation spécifique concernant les levées de fonds des opérateurs de capital-risque, et appliquent aux fonds qui souhaitent commercialiser des placements «privés»² en capital-risque les dispositions générales relatives au droit des sociétés et aux obligations d'information. Le fait de devoir se conformer à ces réglementations hétérogènes entraîne un surcroît de frais et de complications.

¹ Les PME sont définies dans la recommandation de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micro, petites et moyennes entreprises (JO L 124 du 20.5.2003, p. 36).

² Le placement privé recouvre le plus souvent la commercialisation ou la vente de parts ou d'actions (en l'occurrence) auprès d'un nombre limité d'investisseurs, généralement professionnels. Il s'oppose à la levée de capitaux par l'émission d'actions sur des marchés organisés.

Source de problèmes n°2: Lever du capital-risque à l'étranger oblige à respecter des procédures qui ne sont pas nécessaires pour lever des fonds sur le marché intérieur. En raison du morcellement des réglementations et de la nécessité de se conformer à différentes règles de commercialisation des fonds de capital-risque, les procédures et préparatifs nécessaires pour lever du capital-risque (recensement des dispositions locales, recherche de conseil juridique, analyse coûts/avantages précédant le ciblage du marché) sont d'autant plus complexes que le nombre de pays ciblés est important.

Source de problèmes n°3: La levée de capital-risque à l'étranger entraîne des coûts qui n'existent pas lors de la levée de fonds sur le marché intérieur. Pour garantir le respect des diverses obligations légales liées à la commercialisation de fonds de capital-risque, le gestionnaire du fonds est tenu de procéder à toutes les vérifications requises (*due diligence*) et de s'assurer que toutes les règles et exigences applicables ont bien été répertoriées. L'adaptation des documents légaux aux obligations découlant des différentes règles nationales sur le placement privé peut coûter entre 500 et 1 000 euros par pays. Le sponsor d'un fonds de capital-risque qui souhaiterait lever des capitaux dans toute l'UE supporterait donc des coûts allant de 13 500 à 27 000 euros.

Source de problèmes n°4: Plusieurs États membres imposent le respect de règles sur les prospectus aux offres de capital-risque. Les règles nationales relatives aux prospectus entraînent des coûts non négligeables. À titre d'exemple, les différents États membres, ainsi que leurs autorités de régulation respectives, ne sont pas tous du même avis sur la question de savoir si les intérêts détenus dans des sociétés en commandite (la structure type des fonds de capital-risque) sont des valeurs mobilières et relèvent à ce titre de la directive sur les prospectus. L'enregistrement d'un prospectus dans un seul État membre d'accueil (Allemagne) coûterait environ 40 000 euros. L'Autriche, la Belgique, les Pays-Bas, la France, la Suède et le Royaume-Uni imposent des exigences en matière de prospectus et d'autorisation préalable.

Source de problèmes n°5: Plusieurs juridictions imposent un enregistrement local et un système de distribution local. De nombreux États membres exigent que les fonds de capital-risque soient commercialisés sur leur territoire par l'intermédiaire d'un représentant local agréé (c'est-à-dire d'un établissement financier) ou, à défaut, que le gestionnaire du fonds obtienne lui-même un agrément en tant que représentant. Il en coûte entre 20 000 et 40 000 euros pour obtenir l'agrément³. Le maintien d'une «présence locale» réglementée au Royaume-Uni, par exemple, coûterait au moins 25 000 euros par an sans compter les frais de personnel.

Selon les estimations du rapport du groupe d'experts de 2007 intitulé «Éliminer les obstacles aux investissements transfrontaliers des fonds de capital-risque», la gestion en parallèle de quatre structures nécessaires pour lever des fonds dans quatre pays différents coûte plus de 0,4 % du total des capitaux souscrits.

3. ANALYSE DE LA SUBSIDIARITE

Une solution reposant sur les États membres a déjà été tentée, sans succès. La Commission a proposé en 2007 la reconnaissance mutuelle des fonds de capital-risque commercialisés légalement dans un autre État membre. Elle a toutefois constaté, dans un rapport de décembre 2009, que la reconnaissance mutuelle n'avait pas suffi à ouvrir d'autres marchés nationaux aux fonds de capital-risque légalement établis dans un État membre. Par conséquent, seule une harmonisation ciblée des

³ Estimations fournies par un conseiller juridique de l'EVCA le 25 octobre 2011.

principales exigences applicables aux fonds de capital-risque au niveau européen permettra la commercialisation transfrontière de ces fonds.

4. OBJECTIFS

Objectif général – Renforcer la compétitivité des PME européennes sur le marché mondial

L'objectif fondamental consiste à renforcer la compétitivité des PME européennes sur le marché mondial. L'Europe ne manque ni d'idées, ni d'innovateurs; c'est en matière de financement des jeunes entreprises et de l'entrepreneuriat qu'elle accuse un retard.

Objectif spécifique – Créer un système européen pour les levées de fonds transfrontières des fonds de capital-risque

Le capital-risque est l'instrument de financement préféré des jeunes entreprises. Les entrepreneurs débutants ont besoin d'un financement stable et préfèrent donc l'apport de fonds propres à l'emprunt ou à d'autres formes d'endettement. La ligne de conduite proposée vise donc à approfondir les marchés de capitaux accessibles aux fonds de capital-risque.

Objectifs opérationnels

Définir la notion de «fonds de capital-risque éligible». Pour améliorer concrètement les levées de fonds transfrontières, il est nécessaire d'avoir une interprétation commune de la notion de «capital-risque». Il est donc proposé d'harmoniser les caractéristiques essentielles des fonds de capital-risque.

Définir une approche réglementaire commune pour les «fonds de capital-risque éligibles» et leurs gestionnaires. Après avoir défini avec suffisamment de précision la notion de «fonds de capital-risque», le deuxième objectif opérationnel consiste à mettre en place un cadre uniforme applicable à la commercialisation de ces fonds dans l'Union.

Créer un réseau de coopération administrative pour l'instauration d'une surveillance effective des gestionnaires de fonds de capital-risque. Il est essentiel, pour permettre les levées de fonds transfrontières, de mettre en place un cadre de coopération administrative qui permette de surveiller et de faire respecter les règles uniformes applicables aux fonds de capital-risque.

5. OPTIONS

En ce qui concerne les options possibles sur le fond, l'analyse d'impact examine comment définir au mieux les caractéristiques essentielles des fonds de capital risque en termes de seuils d'investissement pour les portefeuilles, d'entreprises cibles et d'instruments d'investissement éligibles. Parmi les options envisagées figure l'instauration d'un seuil d'investissement, égal à 50 %, 70 % ou 90 % des capitaux souscrits, dans des entreprises cibles éligibles (PME non cotées). Parmi les instruments envisagés figurent les instruments de fonds propres et de quasi-fonds propres. En termes d'investisseurs éligibles, les options examinées incluent l'ouverture des fonds soit aux investisseurs professionnels (au sens de la directive MIF), soit à un ensemble plus vaste englobant les gestionnaires de patrimoine familial (*family offices*), les *business angels*, les équipes de direction et les particuliers fortunés, soit à tous les investisseurs de détail.

Plusieurs formes juridiques sont passées en revue: l'intégration des règles sur les fonds de capital-risque dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM), la promulgation de ces règles en tant qu'instruments de «niveau 2» dans le cadre de la mise en œuvre de cette directive, l'adoption d'un instrument juridique distinct, ou l'adoption d'un instrument juridique détaillant les conditions de «reconnaissance mutuelle» des approches nationales en matière de capital-risque ou, à défaut, en matière de «placements privés».

6. ANALYSE D'IMPACT

L'analyse d'impact a mis en évidence les avantages d'une approche intermédiaire. La fixation d'un objectif intermédiaire, imposant d'investir 70 % du capital souscrit dans les fonds propres ou quasi-fonds propres de PME éligibles, crée les conditions les plus propices à la mise en place, pour les fonds de capital-risque, d'un label spécifiquement européen, sans risque de dilution de ce dernier. En ce qui concerne les investisseurs éligibles, l'approche privilégiée consiste à créer un régime limité aux investisseurs professionnels qui puisse aussi être appliqué, sous certaines conditions, aux gestionnaires de patrimoine familial (*family offices*), aux investisseurs providentiels (*business angels*), aux équipes de direction et aux particuliers fortunés, sans s'adresser spécifiquement aux investisseurs de détail. Cette solution engloberait la clientèle d'investissement type pour le capital-risque, sans qu'il soit nécessaire de mettre en place un véritable cadre pour la vente au détail.

Quant à l'instrument juridique, l'analyse d'impact prône l'adoption d'un instrument distinct. La définition de règles uniformes sur les fonds de capital-risque dans le cadre de l'actuelle directive AIFM est considérée comme une source potentielle de contradictions dans un texte qui devrait imposer une surveillance stricte à une population hétérogène de gestionnaires de fonds alternatifs. De surcroît, faute de convergence réglementaire plus poussée entre les États membres, la «reconnaissance mutuelle» des fonds de capital-risque commercialisés légalement n'est pas jugée efficace pour atteindre le premier objectif opérationnel (une compréhension commune de ce qui constitue un fonds de capital-risque et la création de conditions uniformes pour leur commercialisation).

7. COMPARAISON DES OPTIONS ET CHOIX STRATEGIQUES

La conclusion de l'analyse comparative de toutes les options de fond et de procédure est que l'option à privilégier est un instrument d'harmonisation distinct, permettant de créer des conditions uniformes pour la commercialisation, par les gestionnaires de fonds, de fonds de capital-risque dans l'Union.

L'approche retenue paraît la plus rationnelle car en pratique, un gestionnaire de fonds répondant à toutes les exigences uniformes définies par l'instrument proposé pourrait commercialiser les mêmes fonds dans toute l'Union sans avoir i) soit à opter pour le cadre réglementaire prévu par la directive 2011/61/CE, ii) soit à se conformer aux règles nationales hétérogènes qui continueraient de régir les fonds de capital-risque, les placements privés, les prospectus ou les conditions de distribution locale.

8. COUTS ET AVANTAGES

L'adoption de critères uniformes ne devrait pas entraîner de coûts de mise en conformité importants ni de charges administratives notables. L'harmonisation des exigences de qualité applicables aux

fonds de capital-risque réduirait considérablement les coûts qu'implique actuellement l'obligation de respecter des règles nationales très hétérogènes, règles qui continueraient de s'appliquer en l'absence d'harmonisation.

Il est probable que les fonds de capital-risque devront supporter des coûts pour mettre leurs modalités d'information et de déclaration en conformité avec les règles uniformes qui auront été adoptées, mais ces coûts ne devraient représenter qu'une faible proportion des dépenses de fonctionnement qu'imposerait le maintien du statu quo, dans lequel ils doivent déjà se plier à toutes sortes de dispositions nationales en la matière.

La surveillance du respect du cadre uniforme mis en place ne devrait pas entraîner de coûts importants, puisque tous les fonds d'investissement alternatifs qui ne seront pas enregistrés conformément aux dispositions proposées seront soumis aux obligations générales d'enregistrement et d'information de l'article 3, paragraphe 3, de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

Certaines exigences pourraient augmenter les coûts des sociétés de portefeuille ciblées par les fonds de capital-risque éligibles, notamment en raison de l'obligation faite à ces fonds de fournir des rapports annuels. Toutefois, il est peu probable que ces coûts soient beaucoup plus élevés que ceux qu'elles auront à supporter si aucune mesure particulière n'est prise, puisque toute préparation à l'investissement entraîne inévitablement des coûts pour une entreprise de portefeuille en quête de capital-risque.

La création d'un cadre européen du capital-risque fondé sur une définition commune de ce qui constitue un fonds de capital-risque devrait permettre à ces fonds de lever des capitaux de manière plus efficiente dans d'autres États membres, promouvoir la concurrence entre les gestionnaires de ces fonds et accroître les possibilités de spécialisation. Du point de vue des investisseurs, le fait que les fonds de capital-risque soient soumis à des règles uniformes devrait renforcer la confiance qu'ils placent dans cette catégorie d'actifs, ce qui, s'ajoutant à un meilleur accès à ces fonds, les aiderait à mieux allouer leurs capitaux. Enfin, l'existence d'une réglementation uniforme pour ces fonds se traduira par une augmentation des flux de capitaux en direction des entreprises innovantes à fort potentiel de croissance.

9. SUIVI ET EVALUATION

Conformément aux objectifs qui sous-tendent le choix de la Commission, le suivi et l'évaluation des dispositions adoptées se concentreront sur trois points, afin de déterminer: 1) si la nouvelle réglementation a permis de définir ce qui constitue un «fonds de capital-risque éligible»; 2) si elle a contribué à la mise en place d'une approche réglementaire commune des fonds de capital-risque éligibles; 3) si elle a contribué à la création d'un réseau de coopération administrative pour l'instauration d'une surveillance effective des gestionnaires de fonds européens de capital-risque.

Ce suivi sera effectué en étroite coopération avec l'AEMF, qui sera chargée de gérer un registre central, accessible au public par internet, où figureront tous les gestionnaires de fonds de capital-risque éligibles enregistrés dans l'Union conformément à la présente proposition de règlement.