

Luxembourg, le 5 avril 2006

A toutes les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR)

CIRCULAIRE CSSF 06/241

Concerne: Notion de capital à risque au sens de la Loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR)

Mesdames, Messieurs,

La présente circulaire a pour objet de fournir une description générale de la notion de capital à risque au sens de la Loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR), (ci-après : « la loi Sicar »), et des critères appliqués par la CSSF pour juger de l'acceptabilité des politiques d'investissement proposées pour les Sicar.

I. NOTION DE CAPITAL A RISQUE

La loi Sicar a pour **objet** de favoriser la collecte, dans un véhicule spécialisé en capital à risque, de fonds apportés par des investisseurs avertis acceptant en connaissance de cause et dans l'espérance d'un meilleur rendement les risques accrus associés le plus souvent au capital à risque, à savoir une moindre liquidité, une plus grande volatilité de prix et une qualité de crédit moindre.

L'article 1 paragraphe (2) de la loi Sicar précise les **critères d'appréciation** de la notion de capital à risque qu'elle définit comme étant l'apport de fonds direct ou indirect à des entités en vue de leur lancement, de leur développement ou de leur introduction en bourse.

D'une façon générale, le capital à risque au sens de la loi Sicar se caractérise par la réunion simultanée de deux éléments, à savoir un risque élevé et une volonté de développement des entités cibles. Il est considéré qu'une volonté de développement des entités cibles est

inhérente *per se* aux apports de capitaux à des entités en vue de leur lancement et de leur introduction en bourse.

Les dossiers d'agrément soumis à la CSSF doivent comprendre une description des aspects « risque » et « développement » liés au projet de Sicar. La présente section a pour objet de préciser davantage les critères appliqués par la CSSF pour juger si une politique d'investissement projetée est éligible sous la loi Sicar.

Les documents parlementaires précisent que la notion de « **capital à risque** » vise notamment les financements de type *venture capital* et *private equity*.

Le *venture capital* désigne en règle générale le capital mis à disposition de firmes nouvellement lancées (*start up*) ou actives dans des secteurs d'activités à potentiel de développement élevé.

La notion de *private equity* est à comprendre au sens large. Le *private equity* comporte un risque inhérent qui est notamment celui dû au manque de liquidité. Il peut être décrit, par opposition aux titres cotés, comme tout investissement dans une société privée non cotée, souvent de taille relativement limitée et d'un risque non négligeable.

Conformément à la volonté du législateur, l'objectif premier de la Sicar doit être de contribuer au développement des entités dans lesquelles elle investit.

La **notion de développement** est comprise au sens large comme une création de valeur au niveau des sociétés cibles. Cette création de valeur peut prendre différentes formes.

En général, les investissements effectués par les Sicar représentent un apport de capital de développement pour les entités cibles. Un apport de capitaux nouveaux dans les sociétés cibles n'est cependant pas requis en tous les cas ; l'acquisition sur le marché secondaire de titres représentatifs de capital à risque est également éligible.

En vue de maximiser les bénéfices résultant des investissements pour les actionnaires de la Sicar, la Sicar interviendra souvent dans la gestion des sociétés cibles via une activité de conseil ou une représentation dans les organes dirigeants de la société cible, tentant de créer de la valeur dans cette dernière par des mesures de restructuration, de modernisation, et en favorisant toutes mesures de nature à conduire à une meilleure allocation des ressources.

Une intervention active de la Sicar en vue d'une création de valeur dans les sociétés cibles n'est cependant pas requise dans tous les cas, lorsque d'autres éléments peuvent établir qu'il s'agit d'un investissement en capital à risque, par exemple le mode de financement utilisé ou

la nature des intervenants, ou leur mode de rémunération. Toutefois lorsque la Sicar investit dans une seule société cible, l'élément de gestion active est important.

En ce qui concerne les différentes **formes** que peuvent prendre les investissements en capital à risque ou l'objectif poursuivi par ces investissements, les documents parlementaires précisent que le champ d'application de la loi couvre toutes sortes d'investissements de type *private equity*. Les investissements en capital à risque peuvent notamment prendre la forme dans le domaine du *private equity* d'opérations de type *Buy-offs*, *Leveraged Buy Outs*, *Management Buy Out* et *Management Buy In*, ainsi que dans le domaine du *venture capital* d'investissements de type *Start-up* et *Early Stage*. En outre, la manière dont la Sicar se désinvestira de l'entité dans laquelle elle a placé ses fonds, que ce soit dans le cadre d'une vente de gré à gré d'actifs ou de participations, ou dans le cadre d'une introduction en bourse (*Initial Public Offering /IPO*), n'est pas délimitée par la loi, alors qu'il appartient aux dirigeants de la Sicar de trouver le moyen juridique et fiscal le plus approprié en vue de ce désinvestissement.

De même, aucun **type de financement** des sociétés cibles n'est exclu a priori. Sont éligibles en principe tous les modes de financement, que ce soit par mise en capital, des emprunts obligataires, des crédits „intermédiaires“ (*bridge finance*) ou des financements similaires, des financements de type *mezzanine*, des emprunts convertibles, à condition que le financement constitue un apport de type « capital à risque ».

La loi Sicar n'impose pas une **répartition des risques** dans les placements choisis et il est dès lors parfaitement concevable que certaines Sicar limitent leurs investissements à une ou plusieurs entreprises agissant par exemple dans des créneaux particulièrement étroits ou des secteurs extrêmement pointus.

A relever finalement qu'en tant que société d'investissement en capital à risque, l'intention déclarée de la Sicar sera généralement d'acquérir des actifs financiers en vue de les revendre avec plus-value par opposition à une société holding qui acquiert pour détenir ; à cet égard le facteur « **durée de détention** » est un critère important pour déterminer si un investissement est éligible ou non.

L'on peut conclure qu'il convient dans la pratique de prendre en considération plusieurs aspects (nombre et nature des entités cibles, leur degré de maturité, projets de développement, durée de détention projetée...) pour évaluer si une politique d'investissement est éligible sous la loi Sicar.

Cas particulier des investissements immobiliers

Alors que le texte de loi ne permet pas aux Sicar de détenir directement des immeubles, l'investissement indirect via des entités qui détiennent ou investissent dans des actifs immobiliers constitutifs de capital à risque est possible (*private equity real estate*), de même que l'apport de capitaux à des sociétés immobilières.

Les dossiers d'agrément de Sicar souhaitant investir dans le secteur immobilier doivent comprendre un argumentaire visant à établir que les investissements projetés constituent bien du capital à risque au sens de la loi Sicar.

Les investissements de type *private equity real estate* doivent avoir, dans tous les cas, pour but d'apporter un **développement** (c.-à-d. créer une valeur ajoutée) au niveau de l'objet immobilier sous-jacent. Le fait que les objets immobiliers peuvent justifier d'un type de risque particulièrement élevé ou sont situés dans des pays présentant un certain risque politique n'est pas à lui seul suffisant pour attester le caractère de capital à risque.

Cette création de valeur au niveau de l'objet immobilier sous-jacent peut être comprise au sens large comme un changement des conditions existantes ; elle peut adopter plusieurs formes, telles que la valorisation de l'immeuble par des travaux de rénovation, la renégociation des contrats, le renouvellement des locataires, la restructuration du portefeuille.

Afin de permettre la qualification d'un investissement comme *private equity real estate* par opposition au simple *real estate*, il convient de prouver en plus que les objets immobiliers sous-jacents représentent un **risque particulier**, allant au-delà du risque immobilier normal sur un marché donné.

Un tel risque particulier peut consister, par exemple, dans le fait que l'immeuble ne peut pas être aisément loué ou est situé dans une zone de construction sinistrée ou défavorisée. Alors qu'il n'est pas nécessairement suffisant à lui seul, le risque politique peut également être un des éléments à prendre en compte. A l'inverse, le risque de prix découlant d'une flambée des prix sur certains marchés immobiliers n'est pas un critère suffisant contrairement au risque de transfert ou au risque légal découlant, le cas échéant, de la localisation géographique des immeubles sous-jacents.

Finalement, à l'instar de l'approche générale décrite supra, il importe également de souligner en particulier dans le domaine des investissements immobiliers, qu'en tant que société d'investissement, l'objet de la Sicar doit être d'acheter en vue de vendre avec plus-value ; n'est pas éligible par exemple la création de Sicar dont la politique se limiterait à détenir ou à administrer à travers une Sicar des parcs immobiliers familiaux ou appartenant à une entreprise ou un groupe.

Dès lors, le critère « capital à risque » en matière d'investissements immobiliers est apprécié sur base d'un faisceau d'éléments, tels que :

- Investissements à fort potentiel d'appréciation en raison des risques particuliers associés aux immeubles sous-jacents
- Projets de développement/création de valeur au niveau des immeubles sous-jacents
- Niveau de risque/rendement escompté élevé
- Identité des gestionnaires, nature de leur rémunération et mode de sélection des objets immobiliers
- Participation financière des gestionnaires/initiateurs dans le projet
- Gestion active des immeubles sous-jacents, durée de détention/horizon d'investissement limité dans le temps
- En général, absence de revenus locatifs réguliers
- Nature du financement : souvent effet de levier important, financements de type *mezzanine*, *distressed* ou *non-performing* ou de type *CBOs*.

En utilisant la terminologie financière d'usage en matière immobilière, l'on pourrait schématiser en disant qu'une stratégie d'investissement de type *opportunistic* est en principe acceptable. Des caractéristiques pouvant définir l'immobilier *opportunistic* sont notamment l'absence de location, la transformation des locaux ou la construction de nouveaux locaux.

II. APPROCHE PRUDENTIELLE

La présente section a pour objet d'informer sur l'approche prudentielle adoptée dans certains cas particuliers.

Investissements indirects

La loi permet d'une façon générale l'investissement indirect en actifs représentatifs de capital à risque sans imposer de restrictions sur la nature ou la forme juridique des sociétés intermédiaires.

En particulier l'investissement indirect via un OPC ou un autre véhicule d'investissement de type *private equity* est acceptable dans la mesure où la politique d'investissement de ces véhicules les restreint à investir dans des actifs éligibles en tant que capital à risque au sens de la loi Sicar.

La même approche s'applique en ce qui concerne l'investissement dans des fonds immobiliers.

Par contre, les *hedge funds* ne sont en règle générale pas des investissements éligibles pour les Sicar, car ne poursuivant pas l'objectif de création de valeur au niveau des sociétés cibles.

Risque politique

Le critère de la localisation géographique des entités cibles n'est pas en lui-même toujours suffisant pour justifier le caractère capital à risque. Une analyse de cas en cas s'impose sur base des arguments développés au niveau du dossier d'agrément, visant à prouver le caractère de capital à risque en établissant d'une part l'existence d'un risque politique et en complément d'autre part d'autres caractéristiques de risque spécifiques.

L'investissement dans des sociétés situées dans des régions à risque politique semble possible dans la mesure où un développement, créateur de valeur au niveau de la société cible, peut être prouvé.

Il en est de même en matière immobilière, où le fait que les objets immobiliers sous-jacents sont situés dans des pays présentant un certain risque politique ne suffit pas nécessairement pour attester le caractère de capital à risque.

Mezzanine loans (primary & secondary market) et distressed debt

Le *mezzanine financing* est un mode de financement éligible dans la mesure où l'entité cible bénéficiant de l'apport de fonds répond aux critères d'éligibilité en tant que capital à risque, par exemple dans la mesure où il s'agit d'une société non cotée. Tel n'est pas le cas si le *mezzanine financing* a comme destinataire une société cotée, à moins que le financement soit accordé en vue d'un projet de développement spécifique, un retrait de la cote par exemple.

Sont également considérés comme des investissements de type *private equity*, les investissements dans des émissions existantes de type *mezzanine* et/ou des titres de type *distressed debt* lorsque le but poursuivi est d'augmenter la valeur des investissements via une restructuration des sociétés concernées.

Recours aux instruments dérivés

Une Sicar peut utiliser des instruments dérivés à titre de couverture ou si de telles opérations sont nécessaires à la réalisation de sa politique d'investissement. Mais l'investissement en instruments dérivés ne peut pas constituer l'objet de sa politique.

Investissements dans des titres cotés

La Sicar est une société spécialisée qui doit avoir comme seul objectif d'investir dans des actifs représentant du capital à risque au sens de la loi Sicar.

Le critère de capital à risque n'est pas nécessairement remis en question dans le cas d'investissements dans des titres cotés, par exemple lorsque les titres sont cotés sur une bourse qui ne répond pas aux exigences applicables aux marchés réglementés ou lorsque les titres bien que cotés sur un marché réglementé ont été émis par une entité représentant du capital à risque au sens de la loi Sicar. De même, l'investissement dans certains titres cotés peut être éligible dans des cas spécifiques lorsqu'il est associé à un projet de développement spécifique de la société cible ou vise un retrait de la cote des valeurs cotées. Les investissements cotés de type *small caps* par exemple pourraient constituer des investissements éligibles pour une Sicar, l'introduction en bourse de ces sociétés ne devant pas nécessairement mettre fin à l'investissement.

Finalement, la politique d'investissement d'une Sicar peut prévoir comme mode de gestion des liquidités en attente d'investissement qu'une Sicar place de manière temporaire ses liquidités en attente d'investissement dans des titres cotés liquides non représentatifs de capital à risque.

Veillez recevoir, Mesdames, Messieurs, l'assurance de nos sentiments très distingués.

COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Arthur PHILIPPE
Directeur

Jean-Nicolas SCHAUS
Directeur général