

Objet : La réglementation européenne applicable aux mesures de financement des risques hors aides d'Etat

Ref : Lignes directrices financement des risques du 22 janvier 2014 (JOUE C19/4 du 22.1.2014)

Ce document résulte d'un travail d'interprétation des lignes directrices sur le financement des risques par la DGE, l'ARF et le CGET. Il n'engage pas les rédacteurs.

Les lignes directrices sur le financement des risques indiquent au §2.1 que les interventions en financement des risques ne contiennent pas d'éléments d'aides d'Etat si elles sont effectuées aux conditions du marché. La satisfaction de ces conditions est analysée aux trois niveaux d'aides : les aides aux investisseurs (1), les aides aux intermédiaires financiers / à leurs gestionnaires (2), les aides aux bénéficiaires finaux (3).

A titre liminaire, il convient de préciser que :

- la qualité d'investisseur avisé en économie de marché d'une personne publique s'apprécie au moment de l'investissement initial et sera maintenue pour tous les investissements de suivi dans le cadre du fond ;
- la qualification d'un investissement avisé en économie de marché d'une personne publique ne permet toutefois pas de considérer que les fonds publics employés deviennent, du fait de l'opération, des fonds privés.

1. Absence d'aide aux investisseurs :

Pour qu'il n'y ait pas d'aides aux investisseurs, les trois conditions suivantes doivent être respectées :

- les investisseurs doivent intervenir aux mêmes conditions ;
- les investisseurs doivent intervenir de façon simultanée ;
- les investisseurs privés doivent revêtir une importance économique réelle.

Rappel :

A titre liminaire il convient de préciser que lorsque l'intermédiaire financier ou le gestionnaire co-investit, il est considéré comme un investisseur et les règles applicables aux investisseurs développées dans le paragraphe présent sont susceptibles de lui être applicables selon que l'investissement qu'il effectue est réalisé en propre ou pour le compte de la puissance publique :

- dans le cas d'un investissement réalisé en propre, il conviendra de vérifier la provenance des fonds et l'imputabilité de la décision à la puissance publique (décision indépendante des pouvoirs publics). Dans le cas de fonds privés, ou dans le cas de fonds publics dont l'allocation n'est pas imputable à la puissance publique, le financement pourra être considéré comme exempt d'aide d'Etat¹. La preuve de l'absence d'imputabilité du financement par la puissance publique est rapportée par l'indépendance du comité de sélection des projets (gouvernance et modalités de sélection) ;
- dans le cas d'un investissement réalisé au nom et pour le compte de la puissance publique², le financement sera considéré comme une intervention imputable à la puissance publique même si elle est réalisée sur fonds privés. Il conviendra dès lors d'appliquer les règles décrites au présent paragraphe pour justifier de l'investissement avisé en économie de marché. A défaut le financement constituera une aide d'Etat.

1.1/ une intervention aux mêmes conditions

Les interventions des investisseurs publics et privés sont considérées comme respectant les conditions d'un investissement en économie de marché (clause *pari-passu*) dans deux cas :

1^{er} cas – Equilibre entre investisseurs publics et privés si les trois critères cumulatifs suivants sont remplis :

- les investisseurs publics et privés partagent les mêmes risques au niveau de chaque investissement initial, **et**
- les investisseurs ont la même rémunération (*le retour sur investissement doit être identique et obtenu au même moment*), **et**
- pour chaque intervention, le niveau de subordination est identique pour une même classe de risque, entre l'investisseur public et l'investisseur privé ;

Ou

2^{ème} cas – Déséquilibre entre investisseurs publics et privés si les deux critères cumulatifs suivants sont remplis (point 32 et 36 des lignes directrices) :

- le déséquilibre en termes de prise de risque et de rémunération entre investisseurs publics et privés avantage les investisseurs publics, **et**
- l'avantage reçu par l'investisseur public n'est pas transféré aux investisseurs privés cf. point 2 ci-dessous.

1.2/ une intervention simultanée

Les investisseurs doivent investir conjointement dans les bénéficiaires finaux dans le cadre d'une seule et même opération : tous les investisseurs, publics et privés, doivent s'engager à investir dans l'entreprise cible pendant une même période d'investissement (les investissements effectués par les investisseurs publics et privés par le truchement d'un intermédiaire financier sont réputés simultanés). Les conditions dans lesquelles les décisions d'investissement sont prises par les

¹ Cependant, les fonds publics restent de nature publique, même s'ils n'ont plus le caractère d'aide d'Etat.

² Cela concerne essentiellement les établissements publics tels que BPIFrance ou la CDC.

investisseurs publics et privés sont inchangées. L'exposition aux risques doit également s'effectuer durant une même période.

1.3/ une intervention privée économiquement importante

Les lignes directrices sur le financement des risques exigent également que la part des investissements privés soit économiquement importante.

Lorsqu'un investisseur public investit dans les mêmes conditions et de façon simultanée avec un investisseur privé et lorsque ce dernier dispose d'une part économiquement importante, il sera admis que cette intervention se fait aux conditions du marché et que l'investisseur public agit comme un investisseur avisé en économie de marché. Une part de 30 % d'investissement privé indépendant³ dans l'entreprise bénéficiaire final remplit cette condition.

La Commission européenne considère qu'est économiquement important un investissement qui donne à l'investisseur privé une capacité de contrôle sur l'entreprise bénéficiaire de l'investissement. D'après la jurisprudence européenne une part privée indépendante de 30 % donnerait à l'investisseur privé un rôle déterminant par rapport aux autres investisseurs dans la vie de l'entreprise.

Le seuil de 30 % d'investissement privé indépendant s'apprécie au niveau de l'intervention des investisseurs publics et privés dans l'entreprise bénéficiaire final.

2. Absence d'aide au gestionnaire et/ou à l'intermédiaire financier

Les développements de ce paragraphe 2 sont donc consacrés aux intermédiaires financiers et aux gestionnaires des véhicules dans lesquels sont investis les fonds publics. Il est ici question de vérifier l'existence d'une aide d'Etat qui favoriserait l'intermédiaire financier ou le gestionnaire.

Les principaux critères qui permettent d'exclure l'existence d'une aide d'Etat sont :

- des modalités de sélection ouverte, transparentes et non discriminatoires et une rémunération aux conditions de marché de l'investisseur ;
- des modalités de gestion commerciale.

Par ailleurs, il convient de relever que l'existence d'une aide aux investisseurs ne préjuge pas de l'existence d'une aide à l'intermédiaire financier et/ou au gestionnaire. En effet, si les critères de sélection et de gestion commerciale sont remplis, l'opération de gestion n'emporte pas d'aide à l'intermédiaire financier ou au gestionnaire. Cependant, il n'est pas exclu que l'opération de gestion puisse emporter une aide en faveur des entreprises bénéficiaires *in fine via* l'intermédiaire financier, même si ce dernier n'a pas perçu d'aide.

³ C'est à dire, la part privée d'investissement ne correspondant pas à celle du créateur d'entreprise ou de sa famille – « *love money* ».

2.1/ la sélection et la rémunération du gestionnaire ou de l'intermédiaire

Il n'y a pas d'aide au gestionnaire lorsque :

- l'intermédiaire financier ou le gestionnaire est sélectionné par le biais d'une procédure de mise en concurrence ouverte, transparente et non-discriminatoire et que l'objectivité de cette sélection permet de présumer que la rémunération de l'intermédiaire ou du gestionnaire est fixée aux conditions de marché ;

OU

- en l'absence de mise en concurrence pour sélectionner l'intermédiaire financier, l'absence d'aide à l'intermédiaire ou au gestionnaire est prouvée. Il conviendra, en effet, d'établir par tous moyens que sa rémunération est allouée aux conditions du marché.

2.1.1/ la sélection de l'intermédiaire ou du gestionnaire

L'intermédiaire financier ou du gestionnaire peut être sélectionné par le biais d'une mise en concurrence ouverte, transparente et non discriminatoire.

La mise en concurrence sera **ouverte** lorsque tout candidat peut remettre une offre. Toute personne doit avoir accès à l'appel à candidatures. La publication de l'appel à candidatures sur un site internet ouvert doit l'être pendant un temps suffisamment long.

La mise en concurrence sera **transparente** si le texte de l'appel à candidatures est clair et objectif. Les critères de sélection des offres (et leur pondération) doivent être indiqués dans l'appel à candidature. Les critères de sélection ne doivent pas être trop précis (il ne faut pas que l'appel à candidature ait pour objectif ou pour effet de ne cibler qu'un seul opérateur) ; l'appel à candidatures doit prévoir la possibilité d'être réajusté ou relancé si aucune offre n'est satisfaisante. En outre, tout candidat qui voit son offre rejetée doit en être informé et peut demander à connaître le nom de l'attributaire ainsi que les caractéristiques et avantages de l'offre retenue.

La mise en concurrence sera **non discriminatoire** si la rédaction de l'appel à candidatures est objective et non orientée, si toutes les offres arrivées sont enregistrées et étudiées, quelle que soit la nationalité ou l'implantation du candidat (la publication de l'appel à candidatures sera un plus), si, en cas de demande de compléments de candidatures, l'information est équivalente pour tous les candidats.

Les procédures d'**appel à manifestation d'intérêt** ou d'appel à projet pourront être utilisées si les trois critères ci-dessus sont bien respectés et peuvent être justifiés en cas de contrôle. Cependant, Il importe de préciser que l'application de la réglementation applicable aux aides d'Etat ne dispense nullement une personne publique soumise aux règles applicables en matière d'achat public (code des marchés publics et ordonnance du 23/07/2015 transposant la directive 2014/24/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 février 2014 notamment) de s'y soumettre.

La Commission européenne a donné, dans le cadre de la plateforme E-wiki, une interprétation de la notion de « sélection ouverte, transparente, non discriminatoire et objective » dont le contenu se trouve en annexe.

2.1.2/ la rémunération de l'intermédiaire ou du gestionnaire

Lorsque l'intermédiaire financier ou le gestionnaire est sélectionné par le biais d'une mise en concurrence ouverte, transparente et non discriminatoire (notamment marché public lorsque la réglementation l'exige ou appel d'offre), sa rémunération sera présumée répondre aux conditions de marché et ne pas contenir d'aide.

Lorsque le gestionnaire et l'intermédiaire financier sont des entités publiques, les frais de gestion devront être plafonnés, la rémunération tiendra compte des conditions normales de marché et sera liée aux résultats.

Dans le cas où l'intermédiaire financier ou le gestionnaire est sélectionné sans mise en concurrence respectant cumulativement les trois critères d'ouverture, de transparence et de non-discrimination, il conviendra d'établir que la rémunération de l'intermédiaire est bien octroyée aux conditions du marché. A cette fin, il sera utile que cette rémunération soit fixée selon un calcul objectif et transparent et qu'elle puisse correspondre aux prix pratiqués par des concurrents bien gérés. La preuve se rapporte donc au moyen du contrat conclu avec l'intermédiaire financier et d'un *benchmark* pertinent. Dans le cas où la preuve n'est pas rapportée, l'intermédiaire sera réputé avoir perçu une aide directe.

La position de la Commission Européenne tend à considérer l'alignement des intérêts du gestionnaire avec celles des investisseurs comme un facteur d'analyse différenciant.

La rémunération de l'intermédiaire sera différente selon que ce dernier co-investit ou non :

a) Cas où l'intermédiaire est gestionnaire et co-investit :

La rémunération comportera des honoraires de gestion et l'intéressement lié à sa qualité de co-investisseur lui conférant un pourcentage basé sur la performance globale du fonds (notion de *carried interest*, c'est à dire de partage de plus-value attaché à des titres investis par les gestionnaire et déclenchée après l'atteinte d'un taux de rendement positif minimum du fonds dit *hurdle*)

b) Cas où l'intermédiaire est simplement gestionnaire :

La rémunération comportera des honoraires de gestion et un intéressement liée à une ou plusieurs performances financières ou économiques

L'intermédiaire financier ne sera pas considéré comme bénéficiant d'une aide lorsque l'investissement de la puissance publique au moyen de l'intermédiaire financier s'effectue :

- sous la forme d'un emprunt dans les conditions respectant la communication sur les taux de référence⁴ ;

OU

- sous la forme de garanties ou contre garanties remplissant toutes les conditions de la communication de la Commission européenne sur les garanties⁵.

⁴ Communication de la Commission relative à la révision de la méthode de calcul des taux de référence et d'actualisation (JO C 14 du 19.1.2008, p. 6).

⁵ Communication de la Commission sur l'application des articles 87 et 88 du traité CE aux aides d'État sous forme de garanties (JO C 155 du 20.6.2008, p. 10)

Dans le cas contraire, le financement ou la garantie emporteront des aides directes en sa faveur.

La rémunération et la sélection de l'intermédiaire financier sont deux points fondamentaux dans l'appréciation de la qualification d'une aide d'Etat au niveau de l'intermédiaire. Il est essentiel de traiter cette question avec prudence.

2.2/ gestion commerciale :

Les intermédiaires financiers doivent gérer le fonds de façon commerciale.

2.2.1/ recherche du profit :

L'intermédiaire financier élabore la stratégie d'investissement du véhicule. Pourront être définis, par exemple, la cible d'investissement, la taille, la durée de l'investissement, les éléments liés à la gestion de l'intermédiaire.

Le gestionnaire doit rechercher le profit et la rentabilité pour assurer la pérennité des investissements.

Les investisseurs, publics et privés, doivent pouvoir s'assurer, tout au long de la vie du fonds, que le gestionnaire respecte la stratégie d'investissement établie initialement.

Un comité réunissant des experts, des investisseurs privés, des banquiers,... doit être créé auprès de la société de gestion. Ce comité analyse les projets présentés par l'équipe de la société de gestion et propose ou pas d'investir.

Pour s'assurer de la rentabilité de l'investissement, le gestionnaire devra vérifier la viabilité *ex-ante* du projet par l'étude des plans d'affaires de l'entreprise, par des indications détaillées sur les produits/ventes, par une évaluation de la performance des équipes...

Le gestionnaire doit prendre les décisions dans un souci de recherche des profits. Les investisseurs publics peuvent être présents dans les organes de représentation de l'intermédiaire financier (conseil de surveillance, conseil consultatif). Les représentants des investisseurs publics ne doivent pas participer directement aux décisions individuelles d'investissements (ou de désinvestissement). Un avis non contraignant de l'investisseur public peut être accepté s'il ne vient pas influencer les décisions d'investissements.

Dans tous les cas, la possibilité pour un intermédiaire financier d'augmenter ses actifs ou pour un gestionnaire de réaliser un chiffre d'affaires supérieur grâce aux commissions perçues n'est pas considéré comme une aide d'Etat mais un effet économique secondaire de la mesure de financement. Cependant, si les augmentations d'actifs ou de chiffre d'affaires sont spécifiquement dirigées vers certains intermédiaires ou gestionnaires déterminés à l'avance dans la mesure de financement, la commission considèrera l'existence d'une aide d'Etat indirecte en faveur des intermédiaires financiers ou gestionnaires bénéficiaires de ces avantages.

2.2.2/ conditions de sortie :

Le gestionnaire doit également prévoir une stratégie de désengagement (liquidation des participations détenues par l'intermédiaire financier) claire et réaliste.

Les modalités de désinvestissement du fonds doivent être définies au préalable dans la convention (pacte d'actionnaire ou statuts) entre le gestionnaire et l'entreprise bénéficiaire finale.

Les conditions de sortie ou de liquidation du fonds doivent être prévues dans la convention entre les investisseurs et le gestionnaire.

3. Absence d'aide aux bénéficiaires finaux

S'il n'y a pas d'aides aux deux 1^{ers} niveaux, il peut être considéré qu'il n'y a pas d'aide en faveur bénéficiaire final.

Au niveau des bénéficiaires finaux, lorsque l'aide est octroyée sous forme de prêts ou de garanties, ces aides devront également respecter systématiquement l'ensemble des conditions des communications de la Commission sur les taux de référence⁶ et les garanties⁷.

En revanche, si la présence d'une aide d'Etat à l'un des deux 1^{ers} niveaux est avérée, la Commission européenne présumera, de façon systématique et irréfutable, qu'une aide a été transférée au niveau de l'entreprise bénéficiaire final.

⁶ Communication de la Commission relative à la révision de la méthode de calcul des taux de référence et d'actualisation (JO C 14 du 19.1.2008, p. 6)

⁷ Communication de la Commission sur l'application des articles 87 et 88 du traité CE aux aides d'Etat sous forme de garanties (JO C 155 du 20.6.2008, p. 10)

ANNEXE

Réponse de la DG COMP sur la sélection du gestionnaire d'un instrument financier sur la plateforme e-wiki

Dans le cadre des aides au financement des risques, la Commission indique que la sélection des investisseurs privés et des gestionnaires doit être ouverte, transparente et non discriminatoire.

La Commission peut-elle confirmer que cette condition sera réputée respectée lorsque l'appel à candidature est publié sur un site internet ouvert à tous et si tout candidat potentiel est autorisé à répondre ?

La Commission peut-elle confirmer que la sélection sera considérée comme transparente si les critères de sélection sont objectifs et prévus dans l'appel à candidature et si les candidats rejetés sont informés dans résultats de la sélection ?

La Commission peut-elle confirmer que la sélection sera considérée comme non discriminatoire si toutes les offres déposées sont examinées, quelque soit l'implantation ou la nationalité du candidat et si l'appel à candidature n'a pas pour effet de ne cibler qu'un seul opérateur ?

La Commission peut-elle confirmer qu'il n'y a aucune obligation supplémentaire pour sélectionner un gestionnaire de fonds (qu'il soit coinvestisseur ou non) à la fois pour la phase de sélection et pour la phase de conventionnement ?

Reply:

Whether a call is open, transparent and non-discriminatory must be determined on a case-by-case basis. A call must be made in accordance with applicable Union and national laws. Hence, the below is general, theoretical additional information in the Risk Finance context.

1) If a call is published on a website open to all, the call can be considered to be 'open', provided of course the website is easily to be found on the internet (e.g. the usual website, not a site of which only a few players know the existence), is published for a reasonable amount of time, no single party receives additional information that cannot be found on the website, etc.

2) For a call to be able to be considered 'transparent', indeed the selection criteria must be clear, precise and objective, and listed in the call, and any candidate not selected be informed of the reason for its non-selection.

In addition, in the Risk Finance context, the publication must contain all information necessary for interested parties to be able to respond if they wish to enter, and at which conditions they are willing to do so (e.g. which risk-reward sharing arrangements with the public investor they are willing to accept).

Article 21.13 (b) GBER requires that, for instruments other than guarantees, the open call aimed at establishing the risk-reward sharing arrangements favours selection criteria based on asymmetric profit sharing over downside protection.

Paragraph 48 of the Risk Finance Guidelines requires that, for instruments other than guarantees, where the open call favours selection criteria based on downside protection over upside incentives, the risk finance measure needs to be notified and will be assessed under the Risk Finance Guidelines.

3) For a call to be able to be considered 'non-discriminatory', both the selection criteria and the manner in which they are applied in practice must be non-discriminatory. It must indeed be so that the selection criteria do not include a requirement of location or nationality of the candidates, that all replies are reviewed, irrespective of the location or nationality of the candidate, and that the selection criteria are not defined or applied in such a manner that they are for the benefit of specific players.

Overall, please note that the call should result in genuine competition between the terms and conditions at which interested parties are willing to participate in the risk finance measure. If there is not sufficient interest, it may be appropriate to increase the incentives and open a second call, and therefore in the first call already reserve the right to reopen and amend the conditions in case of insufficient interest.