



**DIRECTION DES RELATIONS EXTERIEURES ET DE LA COMMUNICATION
DIVISION DES RELATIONS PUBLIQUES**

Programme Travailleurs/Employeurs

La réglementation du capital-investissement

Séminaire Travailleurs/Employeurs sur la "Financiarisation de l'économie : la réglementation du capital-investissement".

12 novembre 2007

Pour un complément d'informations, veuillez contacter Mme. Meggan Dissly par courriel : meggan.dissly@oecd.org ou par téléphone : 01 45 24 80 94

JT03238218

Document complet disponible sur OLIS dans son format d'origine
Complete document available on OLIS in its original format

La réglementation du capital-investissement
Tour d'horizon des récentes auditions parlementaires et initiatives législatives

Séminaire Travailleurs/Employeurs sur la
« Financiarisation de l'économie : faut-il réglementer le capital-investissement ? »
12 novembre 2007
OCDE, Salle G

Synthèse

Les actions intenses menées par les syndicats à propos du capital-investissement ces douze derniers mois ont eu un impact dans les médias et se sont reflétés dans les débats parlementaires dans différents pays. Plusieurs auditions parlementaires ont été réalisées cet été, tandis que des propositions de loi ou de modifications de lois existantes concernant le capital-investissement ont été examinées ou sont en cours d'examen par d'autres parlements. Cette étude préliminaire compare les récentes initiatives parlementaires avec le dispositif de réforme de la réglementation reposant sur quatre piliers qui a été défini lors de la réunion de mars 2007 de la TUAC, à savoir les droits des travailleurs, la fiscalité, la viabilité financière et le gouvernement d'entreprise. Elle confirme la pertinence de cette démarche et le fait que des grandes juridictions de l'OCDE – notamment les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne et les Pays-Bas – prennent très au sérieux la question de la réglementation du capital-investissement. Même si la plupart des réformes législatives récentes ont porté sur le régime fiscal du capital-investissement, d'autres champs d'intervention seront peut-être abordés par plusieurs juridictions de l'OCDE à l'avenir : les droits de consultation et d'information des salariés, la transparence et les risques inhérents au financement des rachats sur fonds empruntés à la suite de la crise financière des crédits hypothécaires à risque et la nécessité de faire pièce à la myopie due à l'activisme actionnarial.

Questions à examiner

Les quatre axes identifiés en mars restent-ils prioritaires ?

Quelles leçons générales peut-on tirer de l'accélération des auditions parlementaires ?

L'instabilité financière de ces derniers mois a-t-elle changé le débat sur la réglementation ?

Comment peut-on résoudre les problèmes de concurrence entre les juridictions ?

Le niveau convenable de la réglementation doit-il être régional ou supranational (G8, OCDE, FMI, FSF) ?

Que faut-il faire pour accroître la collecte de données et les informations sur le capital-investissement ?

Comment devons-nous réagir aux attitudes du secteur du capital-investissement vis-à-vis des codes facultatifs ?

Table des matières

TOUR D'HORIZON.....	3
Initiatives parlementaires et législatives prises en 2007	5
Manque d'informations et de données.....	7
La crainte d'une concurrence des réglementations.....	7
LES QUESTIONS TOUCHANT AU TRAVAIL ET À L'INTÉRÊT GÉNÉRAL	9
Les droits d'information et de consultation des travailleurs.....	9
Impact sur l'emploi et la justice sociale.....	10
Protection des services publics ou des secteurs stratégiques	11
VIABILITÉ FINANCIÈRE	12
Impact sur les entreprises rachetées et répercussions	12
Protection des créanciers	13
Politique d'investissement des investisseurs institutionnels.....	14
FISCALITÉ.....	15
L'intéressement des associés gérants.....	16
Déductibilité des intérêts d'emprunts	17
Le régime d'imposition des firmes de capital-investissement et des transactions extraterritoriales.....	18
GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE	19
Transparence de l'entreprise en régime de capital-investissement.....	20
La prévention des conflits d'intérêts dans les opérations de rachat.....	20
SOURCE.....	22

TOUR D'HORIZON

1. En mars 2007, la TUAC a organisé à l'OCDE une réunion à l'intention de Global Unions sur la financiarisation et le capital-investissement afin de faire le point sur l'expansion phénoménale du secteur des rachats sur fonds empruntés dans l'ensemble des pays de l'OCDE et sur les préoccupations des syndicats vis-à-vis du modèle du capital-investissement qui apparaît à bien des égards comme une menace pour la viabilité des entreprises, leurs salariés et le processus de création équitable de richesse en général. Dans leur évaluation, les organisations syndicales ont affirmé que la plupart des excès observés dans les récentes opérations de capital-investissement sont imputables aux lacunes des juridictions nationales et de la coopération internationale en matière de réglementation qui n'ont pas su suivre le rythme du passage rapide du capital-

investissement d'une niche à un statut de modèle d'entreprise courant. Les syndicats eux-mêmes ont dû revoir leur analyse, car les spécialistes du capital-investissement sont sortis des limites des fonds de capital-risque et autres fonds d'investissement dans les entreprises en difficulté.

2. Quatre grands thèmes ont été mis en évidence pour la réglementation et l'action des pouvoirs publics :

- le régime fiscal des opérations de rachat sur fonds empruntés et des firmes de capital-investissement,
- la transparence et les règles prudentielles d'investissement des firmes et fonds de capital-investissement,
- le gouvernement d'entreprise (sous le régime du capital-investissement)
- le droit d'information, de consultation et de représentation des salariés.

3. Depuis mars, plusieurs organisations syndicales affiliées au TUAC et autres organisations syndicales régionales ou internationales sont allées plus loin en publiant des déclarations, en procédant à un suivi attentif des opérations de capital-investissement ou en menant des campagnes dans ce domaine. Ces opérations de propagande des syndicats ont eu un impact sur les médias et se sont reflétés dans les débats parlementaires dans différents pays. Plusieurs auditions parlementaires ont été réalisées cet été, tandis que des propositions de loi ou de modifications de lois existantes concernant le capital-investissement ont été examinées ou sont en cours d'examen par d'autres parlements :

- Au Royaume-Uni, la Commission du Trésor de la Chambre des Communes a lancé une enquête sur le secteur du capital-investissement, qui a donné lieu à des auditions publiques du 12 juin au 3 juillet 2007 et à un rapport publié fin juillet ;
- En Australie, la Commission permanente des affaires économiques du Sénat a organisé des auditions publiques les 25-26 juillet et le 9 août sur les opérations de capital-investissement en Australie et elle a publié un rapport en août.
- Aux États-Unis, plusieurs organes du Congrès ont ouvert des débats et pris des initiatives législatives. La Commission des services financiers de la Chambre des Représentants a tenu le 16 mai une audition publique sur les « effets du capital-investissement sur les travailleurs et les entreprises ». Parallèlement, la Commission des voies et moyens de la Chambre des Représentants a organisé des auditions parlementaires sur le régime fiscal des fonds d'arbitrage et du capital-investissement, auditions qui se sont tenues les 11 et 31 juillet ainsi que le 6 septembre. Sur le front législatif, la Commission des finances du Sénat a introduit en juin un nouveau texte législatif étendant le régime fiscal des sociétés d'investissement aux Sociétés de personnes cotées en bourse (Publicly Traded Partnerships, statut juridique privilégié par les firmes de capital-investissement pour faire appel à l'épargne publique), tandis que la Commission des voies et moyens adoptait une proposition de réforme fiscale devant notamment soumettre « l'intéressement » des associés gérants de firmes de capital-investissement non plus au régime de l'impôt sur les plus-values, mais à celui de l'impôt sur le revenu.
- Au niveau de l'Union européenne, le Parlement européen a approuvé le 27 juin une Résolution du Parlement européen du 11 juillet 2007 sur la politique des services financiers

(2005-10) qui a été proposée par la Commission des affaires économiques et monétaires. Cette résolution comporte un chapitre sur la réglementation des structures alternatives d'investissement, dont relève le capital-investissement.

- Aux Pays-Bas, la Commission pluripartite des finances de la Chambre des représentants a tenu des auditions le 11 avril. À la suite de ces auditions et des conclusions de la Commission Frijns – groupe consultatif sur le gouvernement d'entreprise et l'activisme actionnarial – le nouveau gouvernement a annoncé le 19 juin qu'il allait enquêter sur la façon dont on pourrait renforcer les droits des salariés en cas d'acquisitions ou de fusions et obtenir la communication d'informations supplémentaires sur les participations d'actionnaires activistes.
- En Allemagne, la question du capital-investissement a été débattue à plusieurs occasions au Bundestag, mais aucune enquête parlementaire spécifique n'a été mise en place. Plusieurs réformes réglementaires ou administratives ont néanmoins été appliquées depuis le début de l'année : en juillet, le gouvernement a présenté un projet de loi établissant une séparation réglementaire entre rachats par capital-investissement et opérations de « capital-risque » au stade de démarrage et renforçant les mesures d'allègement fiscal pour ces dernières, ainsi que des restrictions administratives à l'influence des structures de capital-investissement dans la privatisation prévue de la compagnie publique des chemins de fer, la Deutsche Bahn. En septembre, une loi a été introduite pour préciser la notion d' « actionnaires agissant de concert » en vue de freiner l'activisme actionnarial agressif. Lors d'un récent débat parlementaire, on a proposé de renforcer les pouvoirs des comités d'entreprise face aux opérations de capital-investissement et aux OPA.
- Au Danemark, le parlement a approuvé en juin une proposition du gouvernement tendant à limiter la déductibilité fiscale des intérêts d'emprunts.
- Au Japon, une nouvelle réglementation financière est entrée en vigueur en octobre – la « Loi sur les instruments financiers et les bourses de valeurs » – qui durcit les normes de transparence et la fiscalité des fonds d'investissement étrangers opérant au Japon.

Initiatives parlementaires et législatives prises en 2007

4. Le tableau ci-dessous résume la façon dont les diverses auditions parlementaires et autres initiatives législatives des pays de l'OCDE qui se sont déroulées depuis le début de 2007 ont abordé les problèmes mis en évidence par les organisations syndicales en mars. Dans l'ensemble, le tableau montre que la réglementation du capital-investissement a constitué un problème grave pour les parlements. Comme le montre la colonne « Royaume-Uni », la Commission d'enquête parlementaire britannique a été très complète en termes de champ d'intervention couvert, car elle a porté sur les quatre domaines du gouvernement d'entreprise, des droits des travailleurs, de la viabilité financière et de la fiscalité. L'imposition de l'intéressement des associés gérants et la déductibilité ont été les thèmes les plus fréquemment traités par les initiatives législatives.

5. Certains traits communs ressortent des débats parlementaires : le manque d'informations sur le secteur, la crainte qu'un renforcement de la réglementation nationale ne favorise la multiplication

des firmes de capital-investissement en régime d'extraterritorialité et par conséquent, la nécessité d'approfondir l'analyse et d'une évaluation d'impact de la réglementation.

* : traité dans le cadre d'auditions publiques ou de la rédaction de propositions de lois

** : recommandations formelles de réexamen ou d'initiative de la part du gouvernement

*** : proposition de réforme de la loi

Pays	RU	Aus.	EU	All.	DK	UE	PB
Salariés et intérêt général							
Droit d'information et de consultation des salariés	**		*	**			**
Impact sur l'emploi ou les inégalités	*	*	*				
Protection des services publics ou de secteurs stratégiques		*		***			
Viabilité financière						*	
Impact sur les entreprises en régime de capital-investissement	**	*	*	*			*
Répercussions sur les sociétés cotées et les marchés du crédit	**	*					
Protection des créanciers	**	*	*			*	
Politique d'investissement des investisseurs institutionnels	*		*				
Fiscalité							
Intéressement des associés gérants	**	*	***	***			
Déductibilité des intérêts d'emprunts	**	**		*	***		
Régime fiscal des firmes de capital-investissement			***	***			
Opérations extraterritoriales	**	**	*		*	**	
Gouvernement d'entreprise							
Transparence de l'entreprise	*	*					
Prévention des conflits d'intérêts et intégrité du marché	**	*		***		**	***

Manque d'informations et de données

6. Le manque d'informations et de données fiables et complètes sur le secteur du capital-investissement et sur son impact sur l'économie réel constitue un trait commun des débats parlementaires. Même au Royaume-Uni d'où viennent la plupart des enquêtes européennes, la Commission d'enquête britannique note « la relative rareté des données rétrospectives sur le capital-investissement et plus particulièrement sur les très grosses opérations ». La principale source d'informations est constituée par le secteur du capital-investissement lui-même et plusieurs participants, y compris des représentants du secteur eux-mêmes, ont admis l'existence d'un problème de qualité et de fiabilité des données, ce qui relaie certaines préoccupations antérieures des organisations syndicales¹. David Walker – qui dirige le groupe de travail sur le secteur britannique du capital-investissement – a évoqué la « *partialité et le caractère insatisfaisant* » des données. Paul Myners² a estimé que les données disponibles « *étaient incohérentes ou incomplètes ou encore manquaient d'indépendance* ». Lors des auditions australiennes, toutes les grandes autorités de contrôle, la Banque de Réserve d'Australie (RBA), le Trésor et l'administration fiscale (Australian Taxation Office – ATO) ont admis que l'on ne disposait pas d'informations suffisantes sur l'impact de l'accroissement des opérations de capital-investissement, notamment sur les impôts et les recettes publiques. La Commission d'enquête britannique conclut : « *Compte tenu de l'absence de données sectorielles complètes sur la branche du capital-investissement, nous attendons de voir [...] des propositions plus précises [par le secteur du capital-investissement] en vue de l'élaboration de capacités crédibles de fourniture de telles données suscitant la confiance au sein du secteur et à l'extérieur lorsqu'il publiera ses principes directeurs définitifs sur le secteur du capital-investissement cet automne* ».

7. On notera le fait que l'absence d'informations et de données n'a pas nécessairement empêché certaines autorités d'adopter des conclusions définitives sur le secteur du capital-investissement. Par exemple, tout en concluant « *qu'il y a peu de raisons de craindre que l'augmentation des opérations de capital-investissement n'affecte sensiblement le niveau des recettes publiques* », le Trésor australien a admis lors des mêmes auditions que « *nous ne sommes pas en mesure actuellement de lancer un appel à un bilan du capital-investissement. ...En ce qui concerne ses répercussions sur les recettes publiques, les choses sont extrêmement peu claires* ».

La crainte d'une concurrence des réglementations

8. Les récentes auditions parlementaires sont parvenues à différentes conclusions. Le rapport provisoire de la Commission d'enquête britannique propose une grande liste de recommandations et de mesures supplémentaires des pouvoirs publics. La Commission d'enquête australienne en revanche « *ne considère pas que des arguments convaincants aient été formulés en faveur d'un renforcement quelconque de la réglementation australienne, en l'état actuel des choses* », mais

¹ Du côté syndical, un rapport commandé par le Transport & General Workers' Union britannique en mai 2007 a conclu qu'il y avait « un nombre de défaillances, aussi bien en matière d'échantillonnage que de qualité des données, rendant de fait sans valeur leurs estimations sur l'impact relatif à l'emploi ». (HALL 2007)

² Auteur de « Institutional Investment in the United Kingdom: A Review », mars 2001 (aussi appelé le « rapport Myners »)

n'en « *admet et approuve pas moins le maintien d'une surveillance de la question par le Trésor et autres organes de surveillance* ».

Pour les syndicats, la principale cause du manque d'informations réside dans le caractère très largement non réglementé des activités de capital-investissement et de l'opacité des firmes et fonds de capital-investissement. Si l'on tient compte à la fois des récents débats parlementaires et de ce lien de causalité entre l'absence de réglementation et le manque d'informations, on semble en présence d'un dilemme : (i) comme le capital-investissement est déréglementé, on ne dispose pas d'informations et de données suffisantes sur ce secteur et (ii) comme on manque d'informations, tout débat sur la réglementation devient... problématique.

9. La crainte d'un excès de réglementation et donc de perdre un avantage compétitif vis-à-vis d'autres juridictions constitue aussi un trait commun aux récentes auditions parlementaires, notamment aux États-Unis. Pour Charles Baucus, membre du Congrès, une approche trop prescriptive, fondée sur des règles, de la réglementation des groupements privés de capitaux « *risque d'étrangler ce secteur et de pousser les firmes de capital-investissement et leurs ressources à partir dans des zones extraterritoriales ou à s'investir dans d'autres pays* », tandis que son collègue Richard Baker lance cet avertissement : « *que se passera-t-il si la réglementation américaine s'hypertrophie ? Il est fort probable que l'argent ira ailleurs* ». Lors de toutes les auditions parlementaires, les représentants du secteur du capital-investissement ont usé de l'argument la concurrence des réglementations pour résister à tout changement de la réglementation en vigueur.

10. Dans ces conditions, certains parlementaires ont regretté que les précédents débats sur la réglementation du capital-investissement n'aient pas été menés de façon suffisamment avisée et complète. Dans la section explicative de sa Résolution de juillet, le Parlement européen note : « *Jusqu'à présent, le commissaire McCreevy semble se contenter de promouvoir ces investisseurs alternatifs en tant que pourvoyeurs de liquidité et qu'actionnaires militants. Sa préoccupation principale consiste à éliminer les obstacles aux placements privés et il évite toute discussion portant sur une nouvelle réglementation* ». Dans la Résolution proprement dite, le Parlement européen « *regrette que [les études conduites par la Commission sur les fonds d'arbitrage et le capital-investissement] ne se soient concentrées jusqu'à présent que sur les obstacles au développement de tels fonds* » et que « *à ce jour, [l'engagement de la Commission européenne d'entreprendre des études d'impact de la réglementation menées de façon soignée, indépendante et professionnelle] n'ait pas été rempli de façon satisfaisante* ».

L'évaluation de l'impact de la réglementation peut par exemple être nécessaire pour démêler le rôle des diverses sources de réglementation afin d'expliquer l'expansion du capital-investissement. La Commission d'enquête britannique note que « *même si le capital-investissement et les sociétés cotées présentent des avantages comparatifs et des problèmes potentiels respectifs, il n'en reste pas moins qu'un débat doit être mené à propos du cas de quelques grandes opérations de rachat par des structures de capital-investissement et de la part du profit qui peut être attribué à l'ingénierie financière par rapport à l'extraction et la création de valeur* ».

LES QUESTIONS TOUCHANT AU TRAVAIL ET À L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

11. Les questions touchant au travail ont été au centre de plusieurs initiatives parlementaires ou législatives ces douze derniers mois. Trois questions ont été soulevées : (i) les droits des travailleurs en cas de rachat par des structures de capital-investissement ; (ii) l'impact social à la fois qualitatif et quantitatif du modèle du capital-investissement, et (iii) la protection des services publics ou des secteurs stratégiques.

Les droits d'information et de consultation des travailleurs

12. Dans la majorité des pays de l'OCDE, les travailleurs bénéficient par la loi ou des conventions collectives, de droits d'information, de consultation et de représentation dans le cadre du gouvernement d'entreprise. Ces droits sont essentiels pour les travailleurs et leurs organisations syndicales lorsqu'une entreprise est rachetée et pour assurer la pérennité des droits qu'ils ont négociés.

13. En Europe, ces droits sont réglementés, entre autres, par un texte paneuropéen, la Directive relatives au maintien des droits³ aux termes de la quelle les représentants des travailleurs bénéficient d'un droit d'information et de consultation sur le projet de rachat et qui garantit la continuité des conditions d'emploi. La directive précise en outre que les licenciements directement liés au transfert de propriété seront considérées comme des pratiques déloyales. Aux États-Unis, « les clauses de succession » figurant dans les conventions collectives garantissent aussi la continuité de ces conventions après une opération de rachat. Dans certains cas cependant, les clauses supposent un accord entre le syndicat et les investisseurs achetant l'entreprise avant le rachat effectif. Ces droits *ex ante* ont récemment été très utiles pour favoriser des opérations de capital-investissement “respectueux des travailleurs” dans le secteur de la sidérurgie (WSJ 2007).

14. La protection des droits des travailleurs a été contestée ces dernières années sous l'effet du développement des opérations de capital-investissement. Dans le cas de l'Europe, la Directive sur le maintien des droits n'est invoquée que lorsqu'il y a un transfert effectif de propriété de l'entreprise d'un employeur identifié à l'autre. Toutefois, les mécanismes juridiques et financiers des opérations de rachat à effet de levier n'impliquent pas nécessairement le transfert formel de la propriété : en fait, ces opérations de rachat à effet de levier ne sont rien d'autre qu'une restructuration de l'actionnariat et du bilan. Comme le note Brian Bercussion, du Kings College, dans un rapport pour l'Institut syndical européen :

« Aucune protection par la Directive n'est possible en cas de rachat par une structure de capital-investissement. Cela s'explique par le fait que la forme juridique du rachat est un transfert d'actions des actionnaires existants de l'entreprise vers la firme de capital-investissement. Il n'y a pas de changement d'identité de l'employeur. Comme l'employeur

³ Directive du Conseil 77/187 du 14 février 1977, modifiée par la Directive 98/50/CE du 29 juin 1998 et consolidée dans la Directive 2001/23 du 12 mars 2001.

reste la société (même si c'est avec de nouveaux actionnaires du secteur du capital-investissement) la Directive européenne sur le maintien des droits ne s'applique pas ».
(Institut syndical européen 2007)

15. Cette question a été abordée dans les auditions britanniques. Plusieurs représentants d'organisations syndicales ont déclaré que les règlements transposant la Directive en droit britannique, les « Transfer of Undertakings (Protection of Employment) Regulations » (TUPE), n'ont pas été appliqués dans les récentes opérations de rachat par des firmes de capital investissement. Par suite des auditions, la Commission d'enquête britannique a décidé de *« demander au gouvernement de clarifier les conditions d'application des TUPE aux opérations de rachat à temps pour la reprise de notre Enquête »*.

16. D'autres pays européens ont envisagé un renforcement de la réglementation sur les droits d'information et de consultation des travailleurs en cas d'opération de capital-investissement. En juin, le gouvernement néerlandais a annoncé qu'il allait enquêter pour savoir si la situation des salariés devait être renforcée et les moyens à utiliser à cet effet, notamment en cas de fusions ou d'acquisitions. En Allemagne, une proposition de loi est à l'étude en vue de renforcer les droits des comités d'entreprise.

17. Aux États-Unis, les auditions de la Commission des services financiers de la Chambre des Représentants ont montré l'importance du dialogue entre les firmes de capital-investissement et les organisations syndicales des sociétés cibles ainsi que la nécessité pour le Congrès de légiférer sur la reconnaissance des syndicats dans le cadre des rachats par des opérations de capital-investissement.

Impact sur l'emploi et la justice sociale

18. En ce qui concerne l'impact sur l'emploi, le manque de sources d'information fiables et indépendantes sur le capital-investissement n'a pas facilité les débats parlementaires sur ce thème. La Commission d'enquête britannique a conclu que *« en l'absence de données suffisamment fiables et complètes, il est difficile de trouver des chiffres globaux significatifs »*. Dans le cas de l'Australie, des chiffres témoignant d'un impact positif fournis par des associations de capital-investissement ont été mentionnés, mais aucune validation ni aucun examen n'a été entrepris à ce sujet. En revanche, l'impact qualitatif du capital-investissement sur les salaires, les pensions et les soins de santé ont été largement débattus lors des auditions aux États-Unis et au Royaume-Uni. Des réductions de salaires et d'autres prestations sociales ont été évoquées par les organisations syndicales à l'occasion de plusieurs rachats récents ayant fait appel au capital-investissement. Les syndicats britanniques ont fourni des éléments montrant que les engagements au titre des mécanismes de retraite des sociétés rachetées ont été remis en cause à la suite de telles opérations de rachat et ils ont appelé à accorder à ces engagements de retraite un rang clairement prioritaire par rapport aux banques intervenues dans le financement de l'opération de rachat, ainsi qu'à une vigilance accrue de la part de l'autorité britannique des régimes de retraite. En réaction à ces appels, la Commission d'enquête britannique a reconnu que *« veiller à un financement pérenne des engagements de retraite des entreprises constitue une question d'une importance vitale lorsque de grands bouleversements sont apportés aux structures et au financement d'une société, en particulier lorsque ces changements vont de pair avec une augmentation de l'endettement et*

donc un accroissement des risques pour les fonds de pension et la Commission reviendra sur la question lors de la reprise de l'enquête sur le capital-investissement ».

19. En introduction aux auditions de la Commission des services financiers de la Chambre des Représentants des États-Unis sur les effets du capital-investissement sur les travailleurs et leurs entreprises, le Président de la Commission, Barney Frank a replacé la question de la réglementation du capital-investissement dans le contexte du creusement des inégalités aux États-Unis. Selon lui, *« on peut craindre que, dans la mesure où il s'accompagne parfois d'une augmentation sensible de l'endettement, le capital-investissement peut avoir des effets négatifs sur les travailleurs. Une situation, en l'occurrence une opération de capital-investissement, dans laquelle une énorme valeur est générée, comme c'est apparemment le cas, et dans laquelle seules quelques personnes perçoivent des sommes importantes alors que les travailleurs ne sont ni mieux, ni moins bien lotis, ne me paraît pas souhaitable ».*

Protection des services publics ou des secteurs stratégiques

20. L'un des thèmes importants des auditions australiennes aura porté sur la possibilité d'appliquer les modèles du capital-investissement à des « secteurs stratégiques » et aux prestations de services publics, comme les soins de santé, et plus généralement aux intérêts nationaux de l'Australie. Un expert universitaire a proposé une « *approche prudente* » du capital-investissement afin de sauvegarder l'intérêt national dans des secteurs sensibles. Cette approche pourrait consister à imposer des restrictions vis-à-vis du niveau d'endettement des entreprises de capital-investissement ou à imposer au fonds de capital-investissement d'apporter des fonds garantis pour couvrir une éventuelle interruption de services essentiels que les sociétés rachetées seraient tenues de respecter. Des motifs d'intérêt national ont été aussi évoqués à propos des opérations de capital-investissement dans le secteur des soins de santé ainsi que les répercussions éventuellement négatives de la priorité exclusive accordée par les dirigeants aux résultats financiers plutôt qu'aux services fournis. Dans ses conclusions, la Commission d'enquête australienne a rejeté ce « *point de vue étroit* » et souligné l'importance du capital-investissement pour attirer des investissements directs étrangers. D'autres pays ont adopté une attitude plus volontariste sur la protection des secteurs sensibles face aux opérations de capital-investissement. En juillet, le gouvernement allemand a imposé des restrictions et conditions aux opérations de capital-investissement dans le cadre de la prochaine privatisation de l'entreprise publique de chemins de fer, la Deutsche Bahn. La protection de secteurs essentiels vis-à-vis d'opérations de rachats par des firmes étrangères de capital-investissement doit en outre être envisagée dans le cadre d'un mouvement plus général vers l'imposition de restrictions réglementaires aux achats nationaux par des « fonds souverains » étrangers, comme on le voit en Allemagne, en France et aux États-Unis, ou avec l'entrée controversée d'un fonds d'investissement public chinois dans le capital de la firme américaine de capital-investissement Blackstone.

VIABILITÉ FINANCIÈRE

21. Plusieurs auditions parlementaires ont traité de la viabilité de l'augmentation de l'endettement par rapport aux bénéfices ou aux fonds propres telle qu'on a pu l'observer dans de récents rachats par voie de capital-investissement. La proportion de la dette aux fonds propres est normalement de 70/30 (soit 230 %) pour les entreprises financées par le capital-investissement contre 30/70 (soit 43 %) pour les sociétés cotées et cette proportion a augmenté ces dernières années avec l'augmentation de la taille des opérations de capital-investissement. La Banque de Réserve d'Australie a confirmé que *« ces dernières années, les opérations de rachat en Australie ont régulièrement abouti à des ratios de l'endettement aux fonds propres [...] de l'ordre de 250 %, alors que ces ratios avant le rachat étaient d'environ 50 % et que le ratio d'endettement de l'ensemble du secteur des sociétés non financières était de 65 % »*. Au Royaume-Uni, les ratios de l'endettement au résultat d'exploitation des cinq plus grosses opérations réalisées dans le pays durant la période juin 2005-mai 2006 a été de 6.41 ce que la FSA a qualifié de *« chiffre élevé par rapport [...] aux niveaux d'endettement observés par le passé dans de grandes opérations »*.

22. Au cours des auditions parlementaires, la question du gonflement du niveau d'endettement des sociétés financées par voie de capital-investissement a été abordée à travers leur impact sur la viabilité des entreprises rachetées (et ses répercussions sur les sociétés cotées), ainsi qu'à travers la protection des créanciers et plus généralement les risques systémiques encourus par les marchés de capitaux. En outre, les débats ont parfois abordé la responsabilité des investisseurs institutionnels, y compris des fonds de pension générés par des syndicats, dans le financement d'opérations de capital-investissement.

Impact sur les entreprises rachetées et répercussions

23. Les représentants d'organisations syndicales lors des auditions au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Australie ont lancé une mise en garde quant au risque que l'ampleur du recours à l'emprunt dans les opérations de rachat et des commissions prélevées par les associés gérants des structures de capital-investissement n'ait de graves répercussions sur les travailleurs et les entreprises rachetées. Comme on l'a vu pour l'impact sur l'emploi et les inégalités, le recours considérable à l'emprunt favorise une gestion axée sur le court terme visant notamment à obtenir des réductions de coûts contreproductives par rapport aux *« objectifs de création de valeur et de productivité pour le long terme affichés par les firmes de capital-investissement »*.

24. Plusieurs débats parlementaires ont aussi abordé la question de la capacité d'entreprises très endettées par suite d'opérations de capital-investissement à faire face à des conditions de crédit défavorables, comme on s'y attend largement au lendemain de la crise des crédits hypothécaires aux emprunteurs à risque aux États-Unis. Un durcissement des normes de prêts des banques risque de pressurer les entreprises achetées durant le boum de 2003-06 et qui ont été depuis lors alourdies par des emprunts à des fins de « recapitalisation ». La FSA britannique a *« évoqué la possibilité d'un début de précarisation croissante des emplois dans les sociétés 'surendettées' rachetées par voie de capital-investissement et a mis en évidence les risques pour les créanciers »*.

et pour la stabilité financière dans le cas où ces crédits s'avéreraient imprudents ». La Banque d'Angleterre et la Banque de Réserve d'Australie se préoccupent toutes deux des répercussions sur les sociétés cotées qui, en adoptant un « *comportement défensif* », accroissent leur propre endettement pour se rendre elles-mêmes « *moins attirantes pour les propositions de rachat par voie de capital-investissement* ». La Banque d'Angleterre estime qu'à la suite des opérations récentes de rachat à effet de levier « *le taux de défaillance des entreprises britanniques pourrait augmenter de 0.8 point en moyenne sur un cycle économique* ». Pour la Banque de Réserve d'Australie, les changements de comportements des sociétés cotées risquent de constituer l'aspect le plus important de l'expansion du capital-investissement plus que les opérations de rachat à effet de levier elles-mêmes.

25. En réaction, les représentants du secteur britannique du capital-investissement ont affirmé que le gonflement de l'endettement « *disciplinait les entreprises en les contraignant à privilégier la maximisation des bénéfices* » et permettait aux gens de « *bien mieux comprendre les risques et mieux savoir en déterminer le prix* ». D'autres ont ajouté que les émissions liées à des opérations à effet de levier étaient acceptées à la suite de vérifications préalables considérables de la part des firmes de capital-investissement comme des banques. Pour un représentant du secteur américain du capital-investissement intervenant devant la Commission des services financiers de la Chambre des Représentants américaine, « *les vérifications préalables effectuées aujourd'hui par les firmes de capital-investissement sont [...] bien meilleures qu'il y a vingt ans. Il faut parfois deux ans aux firmes de capital-investissement avant de pouvoir concrètement procéder à une acquisition, de sorte qu'elles ne lèvent des fonds, mais qu'elles n'investissent pas tous leurs fonds immédiatement* ».

26. Dans ses recommandations, la Commission d'enquête britannique note que « *si considérables soient les vérifications effectuées préalablement, le gonflement de l'endettement peut induire des risques supplémentaires et ce risque peut s'exacerber à mesure que les entreprises fortement endettées gagneront en importance au sein de l'économie* ». La Commission presse en outre « *la FSA d'enquêter sur le fonctionnement des contrôles préalables dans les firmes très endettées* » et « *la Banque d'Angleterre d'étudier l'éventuel impact d'un ralentissement économique à la fois sur les firmes fortement endettées et sur l'économie en général* ».

Protection des créanciers

27. Un autre aspect du financement des rachats à effet de levier réside dans la qualité de la protection des créanciers en cas de défaillance de l'emprunteur. Au Royaume-Uni, la qualité des contrats de prêts s'est sensiblement détériorée en 2006 en lien avec la forte augmentation du nombre de contrats « *à clauses allégées* »⁴, qui, selon la FSA, ont accru les risques d'événements de crédit. Pour les représentants du secteur britannique du capital-investissement cependant, ces contrats allégés offrent « *plus de souplesse pour permettre à la société rachetée de se*

⁴ Le contrat de prêt conclu entre l'emprunteur et le bailleur de fonds fixe les conditions du crédit. Ils comportent des conditions de 'maintenance' qui imposent à l'emprunteur de respecter de façon régulière certains critères financiers, et des conditions spéciales d' 'occurrence' de certains événements, comme un défaut de paiement. Les contrats à clauses allégées se limitent à des conditions d'occurrence, de sorte qu'aucune condition de maintenance ne protège le créancier.

restructurer, même en cas de repli du marché », tandis que les vérifications préalables considérables entreprises avant les opérations de capital-investissement apportent des garanties de protection appropriée des créanciers.

28. Plus généralement, plusieurs participants aux auditions parlementaires ont mis en relief les risques systémiques inhérents à l'érosion continue de la qualité des signatures dans les opérations de rachat avec effet de levier. Comme sur le marché du crédit hypothécaire, la majorité des emprunts liés aux rachats à effet de levier ne restent pas inscrits dans les bilans des banques, mais sont restructurés sous forme d'obligations structurées adossées à des emprunts (collateralised debt obligations ou CDO) non réglementées, qui sont vendues sur le marché (technique de la titrisation de créances), divisées en diverses tranches (de 1^{er} rang, de 2nd rang ou de type 'mezzanine') en fonction des différences de risque de défaillance et de rendement. La complexité des montages est accrue par l'opacité de la structure détenant les créances qui a été spécialement créée pour les besoins de l'opération de rachat et par le fait que les tranches d'obligations titrisées sont émises par différentes entités intermédiaires (holding, filiale d'une holding, société rachetée).

29. La FSA britannique note que *« les méthodologies de communication d'information, de valorisation et de publication des résultats utilisées sur le marché du capital-investissement ne sont pas toujours appliquées de façon cohérente »*. Cette appréciation est partagée par la Banque d'Angleterre qui souligne *« l'importance pour les bailleurs de fonds de rester vigilants vis-à-vis des vérifications préalables effectuées en vue de l'octroi de prêts »* et elle les met en garde contre les risques associés au manque de rigueur des contrats de prêt à la lumière de la récente crise des prêts hypothécaires aux emprunteurs à risque ». L'autorité de tutelle australienne des bourses de valeurs, l'ASIC, partage les mêmes préoccupations quant au manque de transparence des produits dérivés utilisés pour vendre les créances liées aux rachats à effet de levier aux petits investisseurs. Plus précisément, l'ASIC a lancé une mise en garde sur le fait que les investisseurs ne connaissent pas nécessairement les produits qu'ils achètent : *« même s'ils savent les risques inhérents aux placements en actions et dans les entreprises », les investisseurs « connaissent souvent mal les risques que peuvent comporter des placements à intérêts fixes »*.

30. Dans son rapport, la Commission d'enquête britannique appelle *« la FSA et la Banque d'Angleterre à continuer de surveiller l'incidence et la nature des prêts à contrats allégés, en vue de savoir dans quelle mesure les opérations à fort effet de levier sont compatibles avec les attributions de ces deux institutions en matière de stabilité économique et financière »*. Elle appelle en outre la FSA à *« étudier les incitations à l'endettement »*. Dans le même esprit, la Résolution adoptée par le Parlement européen en juillet souligne que *« le rôle croissant des instruments financiers non bancaires, tels que les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement affecte la nature, l'origine et le transfert des risques systémiques et, partant, l'efficacité des outils actuels d'atténuation des risques en amont »*. La Résolution *« demande que soient identifiées et évaluées, sur la base de preuves, les sources de risques systémiques et la dynamique présidant aux crises financières dans ce cadre »*.

Politique d'investissement des investisseurs institutionnels

31. Les participants à certains débats parlementaires ont souligné la responsabilité des investisseurs institutionnels. La Commission d'enquête australienne a mis en relief l'importance

des fonds de pension professionnels (*superannuation funds*) dans le financement des opérations de capital-investissement en Australie. Lors de l'audition à la Chambre des Représentants du Congrès américain, le rôle des fonds de pension a également été évoqué. Les représentants des organisations syndicales ont indiqué que la plupart des fonds de pension syndicaux sont soumis à des règles de responsabilité fiduciaire qui leur interdisent de formuler certaines exigences. Ils ont aussi souligné le régime restrictif de gouvernance découlant du statut de société de personnes sous lequel les fonds de capital-investissement sont placés et qui accorde un rôle limité aux commanditaires dans les décisions. Lors de l'audition britannique, en revanche, Paul Myners a affirmé que, théoriquement, les investisseurs institutionnels devraient pouvoir insister sur le respect de normes essentielles de gouvernance comme la communication d'informations, mais que, d'après son expérience, *« les investisseurs peuvent faire preuve de beaucoup de léthargie à cet égard »*. Il a souligné le manque de cohérence de la politique d'investissement des investisseurs institutionnels entre capital-investissement et placements dans des sociétés cotées : *« ces investisseurs devraient se demander pourquoi se porter sur le capital-investissement qui est associé à des montages capitalistiques agressifs, de fortes incitations pour les dirigeants et une conception minimaliste du gouvernement d'entreprise ... alors qu'ils adoptent des approches entièrement différentes lorsqu'ils investissent dans des sociétés cotées »*. Un expert universitaire britannique *« a lié le fait que les investisseurs acceptaient de verser des commissions élevées au manque général d'informations sur le secteur du capital-investissement »*. Dans ses recommandations, la Commission d'enquête britannique invite les investisseurs institutionnels *« à se pencher sur les raisons de la grande disparité entre leurs exigences vis-à-vis des sociétés cotées et des entreprises en régime de capital-investissement et elle recueillera des éléments supplémentaires à cet égard à l'automne »*.

FISCALITÉ

32. La question du régime fiscal convenable applicable aux firmes de capital-investissement, aux opérations de capital-investissement et aux sociétés rachetées par voie de capital-investissement a été largement débattue dans les auditions parlementaires et elle a été traitée à l'occasion d'autres initiatives législatives. Les législations en vigueur, affirme-t-on, ne sont pas adaptées à la transformation du secteur du capital-investissement d'une activité de niche à une activité majeure et induisent par là-même plusieurs lacunes dans les régimes fiscaux nationaux. La faible imposition de « l'intéressement » des associés gérants – qui est assimilé dans la plupart des juridictions à des plus-values et non à des revenus, la déductibilité des intérêts d'emprunts de l'assiette de l'impôt sur les sociétés de la société en régime de capital-investissement, le régime fiscal des firmes de capital-investissement elles-mêmes ainsi que l'externalisation répandue vers des zones extraterritoriales des activités de capital-investissement sont autant de facteurs préoccupants.

L'intéressement des associés gérants

33. Les associés gérants des structures de capital-investissement perçoivent généralement des commissions de gestion annuelles qui représentent normalement 2 % des actifs du fonds, ils se voient rembourser les frais de placement et bénéficient d'un « intéressement » correspondant à la part du profit que l'associé gérant reçoit lorsque le fonds se retire d'une entreprise. L'intéressement est généralement de 20 %. Dans la plupart des juridictions, l'intéressement est traité comme une plus-value et il est imposé à ce titre à des taux bien inférieurs (10-15 %) au taux normal d'imposition des revenus (35-45 %). Ce traitement fiscal en tant que plus-value a été l'un des grands thèmes de discussion lors des auditions parlementaires. Certains ont affirmé que, puisque les associés gérants bénéficient de l'intéressement sans avoir apporté le capital initial à due concurrence, cet intéressement doit être soumis aux taux normaux d'imposition des revenus.

34. Les auditions britanniques ont consacré beaucoup de temps à cette question, avec notamment un échange vigoureux entre les parlementaires britanniques et les représentants du secteur du capital-investissement. Outre le traitement fiscal favorable de l'intéressement à titre de plus-value, la législation britannique permet des allègements fiscaux supplémentaires lorsque la durée de détention de l'investissement dépasse deux ans (« l'abattement progressif »). En conséquence, les gérants de firmes de capital-investissement paient moins de 10 % d'impôt au titre de leur intéressement. Qui plus est, leurs commissions de gestion passent pour être restées proches de 2 % alors que les opérations de capital-investissement ont connu une croissance exponentielle en volume au Royaume-Uni. Dans son rapport, la Commission d'enquête *« se demande si la rémunération est disproportionnée par rapport au risque et si l'intéressement doit être considéré comme une plus-value ou comme la rémunération de services »*. Dans ses recommandations, elle appelle le Trésor et l'administration fiscale (Revenue and Customs) à approfondir la question et notamment à revoir un Mémorandum de 2003 convenu avec le secteur du capital-investissement qui permet de soumettre l'intéressement au régime d'imposition des plus-values. La Commission invite en outre le secteur du capital-investissement à améliorer la transparence de ses barèmes de commissions.

35. En Australie, le traitement fiscal de l'intéressement n'a pas fait partie des questions prioritaires parce que la plupart des firmes de capital-investissement opérant en Australie sont établies à l'étranger et ont donc de fortes chances d'être exonérées d'impôts sur leurs plus-values. En Australie, les résidents étrangers ne sont soumis à l'imposition des plus-values qu'au titre des biens immobiliers, des intérêts miniers et des *« actifs utilisés par le biais d'un établissement stable en Australie »*. Lors des auditions, un expert juridique a estimé que, sur la base d'un rendement de l'investissement de 25 % par an, l'exonération fiscale applicable aux opérations actuelles de capital-investissement en Australie s'élèverait à quelque 9 milliards AUD pour une plus-value potentielle de 29 milliards AUD. Il a aussi été indiqué que l'administration fiscale, l'Australian Taxation Office (ATO) enquêtait sur la question dans le cadre d'une enquête sur la discipline fiscale générale du capital-investissement.

36. Aux États-Unis, la Commission des voies et moyens de la Chambre des Représentants a examiné la question lors des auditions publiques de septembre. Lors des discussions dans le cadre de panels, on a pu affirmer que *« l'intéressement est une commission perçue en échange de la prestation de services et devrait être imposée en conséquence – et non pas à titre de plus-value comme le prescrit la loi actuelle »*. En octobre, la Commission a présenté une proposition de loi

visant à traiter l'intéressement comme un revenu et non comme une plus-value, dans le cadre d'un plan de réforme fiscale plus général qui prévoit aussi des allègements d'impôts pour les ménages de salariés.

En Allemagne, un projet de loi a été introduit en juillet en vue de réduire l'exonération fiscale dont bénéficie l'intéressement des fonds de capital-risque en phase de démarrage uniquement de 50 % à 40 %.

Déductibilité des intérêts d'emprunts

37. L'impact négatif du financement à fort effet de levier sur l'assiette d'imposition des revenus des sociétés en régime de capital-investissement – et donc sur les recettes de l'impôt sur les sociétés – constitue un autre grand problème fiscal posé par le capital-investissement. L'augmentation massive des paiements d'intérêts qui résulte de ce type de financement réduit sensiblement les paiements effectués par les sociétés en régime de capital-investissement au titre de l'impôt sur les sociétés, car les intérêts des emprunts sont généralement déductibles de l'assiette de l'impôt sur les sociétés.

38. Lors de l'audition britannique, les organisations syndicales ont donné l'exemple du rachat par voie de capital-investissement de Alliance Boots qui avait abouti à une augmentation substantielle des paiements d'intérêts et par conséquent à un manque à gagner pour l'administration fiscale estimé à 114 millions GBP par an. L'Association of British Insurers (ABI) éprouve « *la crainte légitime* » que les montages financiers à risque n'introduisent un biais en faveur « *de décisions économiques inefficaces pour le long terme, mais qui sont compensées par les avantages fiscaux d'un recours massif à l'emprunt initialement* ». La Commission a exprimé ses préoccupations à cet égard et lancé une mise en garde contre d'éventuelles « *distorsions économiques si la fiscalité favorise sensiblement le recours à l'emprunt par rapport aux capitaux propres en tant que mode de financement des entreprises* » et elle attend le résultat d'une étude en cours par le Trésor britannique. Dans ses recommandations, elle propose que le Trésor, outre les questions de recettes fiscales, adopte une démarche plus large et traite des distorsions économiques que peut induire la déductibilité entre financement sur fonds propres et financement par l'emprunt.

39. Lors des auditions australiennes, un expert juridique a estimé que les récents rachats par voie de capital-investissement de cinq sociétés cotées⁵ par des fonds américains de capital-investissement avaient entraîné une perte nette de recettes fiscales de l'ordre de 1.2 milliard AUD par an (sachant que les recettes de l'impôt sur les sociétés ont représenté environ 49 milliards AUD en 2005-06), soit un cinquième des recettes fiscales totales. Ces estimations ont été contestées par d'autres experts au motif qu'elles négligeaient d'autres effets positifs susceptibles de compenser le manqua à gagné induit par la déductibilité, notamment : l'amélioration de la rentabilité des sociétés rachetées et l'augmentation de l'impôt sur les plus-values acquitté par les actionnaires cédant leurs actions lors d'un rachat. La Commission d'enquête australienne a examiné un autre aspect, à savoir la déductibilité fiscale de certaines « commissions de transaction » au titre de rachats par voie de capital-investissement qui ont été versées à des consultants ayant des relations étroites avec les firmes de capital-investissement qui procédaient à l'acquisition. Même si la Commission australienne n'a pas recommandé de mesure

⁵ Coles Myer, Tabcorp, Woolworths, Qantas et Westfarmers.

spécifique, on a pu noter que l'administration fiscale australienne étudie la question dans le cadre de son enquête sur la discipline fiscale générale des firmes de capital-investissement.

40. Au Danemark, un débat public s'est ouvert fin 2006 lorsqu'il a été proposé que Telecom Denmark Corporation (TDC) – première contribuable parmi les entreprises du pays – n'allait plus payer d'impôt sur les sociétés « dans un proche avenir », à la suite de son acquisition par un consortium de fonds de capital-investissement. Ce scandale a amené le gouvernement danois à promulguer une nouvelle loi sur l'impôt sur les sociétés qui est entrée en vigueur en juillet 2007. Cette loi prévoit trois limites à la déduction fiscale des intérêts :

- Elle fixe un plafond d'endettement proportionnel à la valeur fiscale totale des actifs de la société rachetée (de façon à éviter des déductions fiscales dépassant la valeur intrinsèque de l'entreprise et qui seraient donc assimilées à un financement occulte des actionnaires) ;
- Un taux d'intérêt plafond correspondant au taux moyen des obligations majoré de 2.5 % ;
- Une assiette minimum de l'impôt sur les sociétés correspondant à 80 % du résultat d'exploitation de l'entreprise.

Sous l'effet de ces nouvelles règles, les entreprises en régime de capital-investissement ont été ramenées dans une situation fiscale correspondant approximativement à leur situation antérieure au rachat.

Le régime d'imposition des firmes de capital-investissement et des transactions extraterritoriales

41. Le traitement fiscal des firmes de capital-investissement elles-mêmes a retenu l'attention du public lorsque plusieurs dirigeants du secteur du capital investissement aux États-Unis, notamment Blackstone, ont annoncé leur intention d'entrer en bourse. Le statut juridique qui a été retenu pour l'introduction en bourse de Blackstone, à savoir celui de société de personnes, permettrait à une firme de capital-investissement d'échapper aux obligations fiscales normalement applicables à une telle société d'investissement. À la suite d'une mise en garde lancée par l'AFL-CIO en mai face aux conséquences considérables du projet d'introduction en bourse de Blackstone, notamment l'ouverture d'une brèche majeure dans le système fiscal des États-Unis⁶, une proposition de loi du Sénat a été présentée en juin pour imposer toutes les sociétés de personnes cotées au même titre que les sociétés anonymes. Max Baucus, co-président de la Commission des finances du Sénat a affirmé : *« si on ne traite pas le problème, les préoccupations d'ordre fiscal que suscite les offres publiques lancées par des gérants de portefeuille comme les firmes de capital-investissement et de gestion de fonds d'arbitrage, pourraient porter un rude coup à l'assiette de l'impôt sur les sociétés »*⁷.

⁶ Dans une lettre envoyée le 15 mai 2007 à la Securities and Exchange Commission, l'AFL-CIO a appelé la SEC à bloquer l'introduction en bourse de Blackstone au motif que le statut juridique choisi pour cette introduction – la société de personnes – ne correspondait pas aux activités de Blackstone (qui doit relever normalement de l'Investment Company Act). Les sociétés de personnes cotées sont soumises à des normes de transparence, de communication d'informations, de gouvernement d'entreprise et à des obligations fiscales moins strictes.

⁷ Communiqué de presse <http://finance.senate.gov/press/Bpress/2007press/prb061407e.pdf>

42. Le débat sur le régime fiscal des firmes de capital-investissement a souvent été lié au caractère extraterritorial de leurs opérations. Par exemple,

- Lors des auditions britanniques, il a été rapporté que *« seuls 40 des 200 premiers associés de firmes de capital-investissement sont fiscalement domiciliés au Royaume-Uni »*, ce qui a poussé la Commission d'enquête à demander Trésor, de l'informer sur son examen en cours de la législation britannique relative aux « Règles de résidence et de domiciliation ». Il a aussi été proposé que *« le Trésor comme l'administration fiscale fassent la preuve qu'ils ont une approche rigoureuse des demandes de statut de non-domiciliation, compte tenu du gonflement apparent du nombre de firmes extraterritoriales de capital-investissement et du sentiment que la surveillance n'est pas stricte à cet égard »*.
- Au Danemark, c'est l'incapacité de l'administration fiscale à imposer les fonds de capital-investissement – en situation d'extraterritorialité – qui a amené le législateur à s'intéresser à la déductibilité des paiements d'intérêts des sociétés rachetées par voie de capital-investissement.
- En Australie, et comme on l'a indiqué à propos de l'intéressement, la grande majorité des firmes de capital-investissement et de leurs investisseurs sont installés à l'étranger, ce qui laisse peu de marge de manœuvre au législateur australien.
- Au Japon, la nouvelle réglementation entrée en vigueur le 1^{er} octobre – la *Financial Instruments and Exchange Law* – impose aux fonds d'investissement étrangers opérant au Japon de s'enregistrer et de se soumettre ainsi à la réglementation japonaise, y compris à son régime d'imposition de 40 % des bénéfices.
- Aux États-Unis, les auditions devant la Commission des voies et moyens de la Chambre des Représentants en septembre ont aussi abordé la question et les solutions offertes par la réglementation *« pour empêcher les fonds d'investissement d'opérer en régime d'extraterritorialité »*.
- Enfin, la Résolution de juillet du Parlement européen *« prie instamment la Commission d'évaluer la qualité de la supervision des places extraterritoriales et de renforcer la coopération avec les superviseurs relevant de ces systèmes juridiques; a l'intention de s'associer à la commission des services financiers de la Chambre des représentants du Congrès des États-Unis pour enquêter sur les moyens de faire pièce aux fuites non souhaitées de capitaux vers des paradis fiscaux »*.

GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

43. En dehors des droits d'information et de consultation des travailleurs déjà évoqués, les principaux problèmes de gouvernement d'entreprise évoqués lors des récentes auditions parlementaires ont porté sur : (i) les normes de transparence et de communication des entreprises rachetées par voie de capital-investissement par rapport aux sociétés cotées et (ii) la prévention des conflits d'intérêts susceptibles de se produire quand un fonds de capital-investissement lance

une OPA sur une société ou lorsqu'un directeur général dirige plusieurs fonds investissant dans la même entreprise en régime de capital-investissement.

Transparence de l'entreprise en régime de capital-investissement

44. Lors des auditions britanniques, on a pu noter que la différence des normes de transparence et de communication d'informations entre les entreprises en régime de capital-investissement et les sociétés cotées allait se creuser avec l'introduction de la nouvelle Loi sur les sociétés (Company Law Act), notamment sur leur impact social et environnemental, les relations avec les fournisseurs et la rémunération des dirigeants. Pour le TUC britannique, ces normes doivent être déterminées par l'impact économique et social des entreprises plutôt que par leur structure actionnariale. Une position analogue a été exprimée par le National Institute of Accountants en Australie pour lequel le capital-investissement est *« un moyen par lequel des entités peuvent échapper aux obligations de communication publique d'informations »* et qui affirme que *« les exigences de communication d'informations doivent être normalisées en fonction de la nature de l'activité de la société plutôt qu'en fonction de sa structure actionnariale »*. Pour le Trésor australien cependant, *« le secret entourant les opérations de capital-investissement »* est largement surestimé, car les entreprises en régime de capital-investissement sont soumises aux mêmes obligations de communication d'informations aux termes de la Corporations Act que les sociétés cotées. Dans ses recommandations, la Commission d'enquête britannique appelle le secteur du capital-investissement à améliorer les points suivants dans ses lignes directrices à paraître : *« l'approche des entreprises en régime de capital-investissement vis-à-vis des parties prenantes, les modalités de la création de valeur, le niveau, la structure et la conditionnalité des emprunts ainsi que l'indépendance du suivi »*.

La prévention des conflits d'intérêts dans les opérations de rachat

45. La Financial Services Authorities (FSA) britannique a identifié plusieurs situations dans lesquelles des conflits d'intérêts peuvent apparaître :

- Celles qui concernent l'associé gérant (les niveaux d'investissement différents dans les sociétés rachetées, la gestion de plusieurs fonds à différents cycles de vie investissant dans la même entreprise, le fait de siéger au conseil d'administration de la société rachetée, le fait d'être payé par la firme de capital-investissement pour des conseils durant l'opération de capital-investissement) et
- La haute direction de la société cible (bénéficiant d'incitations financières de la part de la firme de capital-investissement cherchant à acquérir cette même société cible).

46. Dans ses conclusions, la Commission d'enquête britannique *« voit dans les conflits d'intérêts une source de risques importante »* sur le marché du capital-investissement et n'est pas encore convaincue de l'efficacité des règles et mécanismes existants (y compris, les contrats, la structure actionnariale et la surveillance). La Commission a aussi pris note des travaux en cours de la FSA sur la question et a déclaré qu'elle allait elle-même aborder ce dossier ultérieurement.

47. En Australie, le « Takeovers Panel » (établi sous l'autorité de l'ASIC) a publié en 2007 une Note d'orientation (n°19) concernant la participation d'initiés à des opérations d'acquisition. En

cas de manquement aux règles, le Panel peut publier une « *déclaration relative à des circonstances et des ordres inacceptables* ». Lors des auditions australiennes, le responsable du Takeovers Panel, s'appuyant sur l'application actuelle de cette note, n'a pas spécialement vu la nécessité de modifier de nouveau la réglementation relative aux opérations de capital-investissement.

48. La menace pour l'intégrité du marché et la transparence actionnariale a aussi été abordée en Allemagne où une loi a été introduite en septembre pour élargir la définition des « actionnaires agissant de concert », avec l'obligation de lancer une OPA si les actionnaires concernés détiennent plus de 30 % des actions. Aux Pays-Bas, de nouvelles normes de transparence ont été introduites et abaissent de 5 % à 3 % le seuil de communication de leur participation par les actionnaires tout en renforçant la transparence sur la propriété effective (à savoir l'identité exacte des actionnaires). Dans sa Résolution, le Parlement européen « *demande une approche plus large et plus critique en matière de risques d'abus de marché* ».

SOURCE

AFL-CIO 2007 « Blackstone Group L.P. Initial Public Offering » lettre de Richard L. Trumka, Secrétaire-trésorier de l'AFL-CIO, à MM. John White, Directeur, Division of Corporation Finance, & Andrew Donohue, Directeur, Division of Investment Management, U.S. Securities and Exchange Commission, 15 mai 2007

BUNDESBANK 2007 « Leveraged buyouts: the role of financial intermediaries and aspects of financial stability », Rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank, avril 2007

CTPA 2007a Taxation of Private Equity – Issues paper by the Secretariat, Centre for Tax Policy and Administration, Committee on Fiscal Affairs, CTPA/CFA(2007)47, OCDE, juillet 2007

CTPA 2007b Projet de compte rendu succinct de la 73^e session du Comité des affaires fiscales, Centre de politique et d'administration fiscales, Comité des affaires fiscales, CTPA/CFA/M(2007)2, OCDE, juillet 2007

Parlement européen 2007 Motion en vue d'une Résolution du Parlement européen sur la politique des services financiers (2005-10)

ETUI 2007 « New Challenges from the Financial Markets and the Prospects for EU Regulation », Brian Bercusson, King's College London, GOODCORP & Paths to Progress Research Groups, ETUI-REHS, juin 2007

HALL 2007 Methodological issues in estimating the impact of private equity buyouts on employment, David Hall, University of Greenwich, & T&G Workers Union, UNITE – the union, May 2007

AUSTRALIA 2007 The Senate Standing Committee on Economics – Private equity investment in Australia, août 2007

CHAMBRE DES COMMUNES BRITANNIQUE 2007 House of Commons Treasury Committee –Rapport d'enquête sur le secteur du capital-investissement

CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS DES ÉTATS-UNIS 2007a Private Equity's Effects on Workers and Firms – audition devant la Commission des services financiers de la Chambre des Représentants des États-Unis – 110^e Congrès – 17^e session, 16 mai 2007.

TUAC 2007 Financialisation and the « sub-prime » financial crisis – Issues for future regulation, Secrétariat de la TUAC, septembre 2007

WSJ 2007 A Labor Union's Power: Blocking Takeover Bids - Steel-Company Buyers Learn They Must Get USW on Their Side, Wall Street Journal, 9 mai 2007