Les tables rondes d'Option Droit & Affaires

Vers un changement de relations entre LPs et GPs ?

Ces derniers mois ont été plutôt porteurs pour les levées de fonds. De nombreux closings ont été annoncés, comme Ardian qui a réuni plus de 4 milliards d'euros pour son fonds LBO, ou encore Astorg qui a collecté 2,1 milliards d'euros, soit le double du fonds précédent. Les fonds mid cap ont également su tirer leur épingle du jeu à l'image de Montefiore qui a levé 420 millions d'euros en quelques mois. Cette apparente abondance de liquidités amène à s'interroger sur les relations entre LPs et GPs : quels sont les fonds recherchés par les LPs, quels sont leurs points d'attention sur la réglementation des fonds ou encore quelles sont leurs exigences en matière de reporting ? Réponses par quelques experts du secteur.

*De gauche à droite : **Antoine Sarailler,** associé du cabinet Dechert ; **Agnès Nahum,** vice-présidente de l'AFIC et managing partner d'Access Capital ; **Marc Baffreau,** associé du cabinet Archers ; **Ivan Massonnat,** associé de PAI Partners ; **Antoine Dréan,** chairman de Palico et de Triago ; **François Barbier,** managing partner de 21 Centrale Partners.*

Antoine Sarailler, associé services financiers et gestion d'actifs, cabinet Dechert

«Deux sujets occupent particulièrement les négociations : la clause de key person et les clauses de divorce pour faute et sans faute.»

ETAT DES LIEUX DU MARCHÉ

Agnès Nahum, vice-présidente de l'AFIC, présidente de la commission relation investisseurs de l'AFIC et managing partner d'Access Capital :
Au regard des autres classes d'actifs, le private equity offre la meilleure rémunération. Les investisseurs institutionnels sont aujourd'hui à la recherche de bons rendements pour les montants qu'ils ont à investir et c'est donc naturellement vers le private equity qu'ils se dirigent.
Mais fondamentalement, cette situation ne change pas certains principes : des équipes réalisent de très belles levées rapidement et d'autres prennent plus de temps. Ces variations sont dues aux histoires des équipes de gestion qui sont différentes. Ceci ne signifie pas pour autant que les équipes levant plus lentement ont démérité, il y a parfois des accidents dans des portefeuilles, mais in fine si l'équipe est de qualité, elle atteindra son objectif.
Certains grands fonds de buy-out ont réalisé de très belles levées. Les montants à investir en Europe et particulièrement en France sont donc importants. Les fonds plus petits positionnés sur le small ou mid cap ne sont pas en reste. La force du marché français tient en partie à un terrain d'entreprises important et donc d'investissements potentiels conséquents. La concurrence est cependant constante.

Marc Baffreau, associé, cabinet Archers :
Les levées de fonds connaissent un phénomène de concentration des ressources et de limitation du nombre de sociétés de gestion bénéficiaires des levées de fonds.
Les investisseurs cherchent soit la massification (et se dirigent alors vers de gros fonds), soit s'orientent vers la spécialisation avec pour conséquence la création de fonds sectoriels qui, fut un temps, se limitaient à l'agroalimentaire. Aujourd'hui, des fonds se sont spécialisés dans le luxe, l'industrie financière, l'hôtellerie, etc.
Lors des processus de levées ou lors des négociations des règlements, je constate également un phénomène d'industrialisation de la relation. Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si les gérants des équipes ne parlent plus de LPs ou d'investisseurs mais de clients. Cette nouvelle dénomination traduit, dans le cadre d'une relation client-fournisseur, des modifications dans les sujets d'alignements des

Agnès Nahum, vice-présidente de l'AFIC, présidente de la commission relation investisseurs de l'AFIC et managing partner d'Access Capital

«Si quelques équipes connaissent certaines difficultés dans leur levée de fonds, elles finissent majoritairement par y arriver. Un accident dans un portefeuille ne va pas nécessairement freiner les investisseurs.»

intérêts, avec des notions de transparence de plus en plus pointues et une intensification de la relation.

Ivan Massonnat, associé, PAI Partners :
L'industrie du private equity atteint désormais l'âge de la maturité, les LPs se sont donc organisés en conséquence. Dans cette logique du rapport client-fournisseur, ils ont pris conscience du rapport de force et ont initié la rationalisation de leur portefeuille. Il y a dix ans, la norme pour les LPs était, dans un contexte d'opacité de l'industrie du private equity, de saupoudrer leurs investissements auprès de nombreuses équipes de gestion, avec de bonnes performances sur des montants d'allocation d'actif qui étaient marginaux. Par la suite, les montants alloués ont considérablement augmenté et les LPs ont logiquement constitué des équipes, parfois en recrutant d'anciens GPs, et ont rationalisé leurs portefeuilles en les concentrant. Ils se sont en effet penchés sur les coûts engendrés par ces derniers, ce qui a conduit à la réduction du nombre de relations avec une augmentation du ticket investi et notamment le développement du co-investissement.
Je pense d'ailleurs que le co-investissement est l'un des leviers importants de la transformation de notre industrie qui commence seulement et qui correspond à la prise de conscience des LPs de leur pouvoir en tant que clients.
Les LPs sont dorénavant presque organisés comme des banques, notamment avec des coverage officers dont l'objectif est de développer avec les principaux gérants une relation à 360 degrés, ne se limitant donc pas au seul investissement primaire dans le fonds, mais touchant également à l'investissement secondaire, lorsqu'ils sont en mesure d'augmenter leur position, ainsi qu'au co-investissement. Il existe ainsi une interface permanente entre les investisseurs institutionnels et les gérants. C'est dans cette logique que les plus grands investisseurs ont ouvert des bureaux, par exemple, en Europe, en Asie, aux Etats-Unis, etc., pour être au plus près des marchés. Ceci traduit une évolution fondamentale dans une relation qui auparavant se concevait comme passive.

Antoine Dréan, founder, chairman & CEO, Palico et Triago :
Chaque année, 3 000 équipes de gestion sont en levées de fonds, sur les 10 000 que compte le private equity. Ceci peut paraître à la fois beaucoup et peu car si l'on considère qu'une équipe fait appel au marché en moyenne tous les quatre ou cinq ans, il devrait donc y avoir en permanence 2 500 équipes en levées de fonds. Ces chiffres font bien entendu abstraction des stratégies parallèles. Le nombre de 3 000 peut donc sembler important.
Ces équipes sont collectivement à la recherche d'un trillion de dollars. L'industrie du private equity lève en un an 500 milliards. Ceci peut signifier deux choses : soit la moitié des équipes arrivent à lever les montants souhaités, soit toutes les équipes arrivent à lever mais seulement à la moitié de leur objectif. Mais je pense qu'il s'agit d'une équipe sur deux. De nombreuses équipes arrivent à lever très rapidement avec des montants importants mais d'autres ont plus de difficultés. Des noms mythiques ont ainsi récemment disparu, comme Doughty Hanson & Co.

Agnès Nahum :
Certains acteurs emblématiques ont en effet disparu. Mais si quelques équipes connaissent certaines difficultés dans leur levée de fonds, elles finissent majoritairement par y arriver. Un accident dans un portefeuille ne va pas nécessairement freiner les investisseurs. Ils le conçoivent parfaitement et l'acceptent dès lors que «l'accident» correspond bien à la stratégie du fonds, car des millésimes peuvent être plus difficiles que d'autres. Ainsi en 2007-2008, les gérants voulaient tous investir beaucoup et très rapidement avant de faire face à deux crises successives. Ils ont alors réalisé qu'ils avaient peut-être payé un peu cher et qu'ils avaient mis des leviers trop importants.

LE CO-INVESTISSEMENT

Ivan Massonnat :
Je ne pense pas que le private equity soit pénalisé par une aversion au risque. Bien au contraire. Les investisseurs ont tiré les leçons de la crise financière. Quand ils comparent le private equity aux autres classes d'actifs, ils réalisent que la prime d'illiquidité et la performance associée sont en adéquation : ils ont le surplus de performance qu'on est en droit d'attendre de ces actifs, en outre pour une volatilité relativement faible. Il est vrai que les «bubble funds» (issus des millésimes immédiatement avant crise) existent. Ils illustrent une industrie un peu cyclique. Mais même dans ces fonds, la courbe de performance est assez plate. En réalité, sur les grands noms de fonds, les investisseurs ne perdent jamais d'argent. Il est extrêmement rare qu'un fonds buy-out ne retourne pas le capital. Selon moi, nous ne sommes plus dans une aversion au risque mais dans une attraction vis-à-vis de la classe d'actif. Par exemple, lors de notre dernière levée de fonds, nous pensions que les assureurs allaient diminuer leur participation, suite à Solvency notamment. En réalité, c'est l'inverse qui s'est produit. Ils ont en moyenne doublé leur exposition, tant les Européens que les Américains ou les Asiatiques. Les institutionnels ont besoin de retours. Le contexte de taux bas semble en effet perdurer, ce qui crée une pression pour générer des rendements sur leurs actifs. Les fonds de pension aux Etats-Unis, par exemple, ont des hypothèses de rentabilité extrêmement élevées. Ces investisseurs accroissent leur participation en private equity, mais également leurs investissements en direct. Nous investissons actuellement le fonds 6. En à peine deux ans, nous avons déjà 26 co-investisseurs, nous avons syndiqué 40 % des montants investis par le fonds, et chaque syndication est sursouscrite.

Antoine Dréan :
C'est une exception.

Agnès Nahum :
Non, pas sur les grands fonds.

Ivan Massonnat :
Certains souhaitent faire du co-underwriting, autrement dit ne pas faire de la syndication mais venir avec nous en amont. Dans notre dernier fonds, nous n'avons pas encore pu satisfaire ces investisseurs. C'est pourquoi je crois que les co-investissements sont devenus une réalité qui est là pour durer.

François Barbier, managing partner, 21 Centrale Partners :
Je confirme. Chez 21 Centrale Partners, sur le segment des entreprises de 50 millions d'euros à 200 millions d'euros de valeur d'entreprise, nous réalisons près de la moitié de nos opérations avec du co-investissement. Quasiment tous les investisseurs demandent cette possibilité, mais ceux qui sont en mesure de la mettre en œuvre sont moins nombreux.

Marc Baffreau :
C'est en tout cas un argument pour la levée. Quel que soit le positionnement du fonds, small, mid ou large, nous passons des jours sur la structuration du co-investissement. Après dans les faits, lorsqu'il s'agit de les déployer, tous les investisseurs ne sont effectivement pas équipés.

Agnès Nahum :
Je pense qu'il faut distinguer les co-investissements en syndication des co-investissements où l'investisseur s'engage dès le début de l'opération et accepte de prendre le risque avec le gérant. Quand le fonds est suffisamment solide, il peut se permettre de proposer une syndication. Dans ces cas-là, les demandes sont très nombreuses. Les investisseurs voient une opportunité de diminuer leurs fees et d'obtenir une performance supplémentaire en cas de belle opération. De plus, les gros LPs ont des poches

Antoine Dréan, founder, chairman & CEO, Palico et Triago

«Les clauses de divorce existent mais sont peu mises en œuvre, et surtout pas par des personnes dont ce n'est pas le métier. Les seuls en mesure d'activer ces clauses sont les activistes du private equity.»

de co-investissement importantes qui leur permettent de diversifier leurs actifs. Un fonds de taille inférieure a plus de difficulté à proposer de la syndication. Dans ce cas, il y a peu d'investisseurs capables de répondre tout de suite. Ils sont soumis à des procédures en interne, comme l'aval de leur comité d'investissement ou de leur direction financière.

Marc Baffreau :
En parlant d'alignement d'intérêts, les sujets de co-investissement et de co-underwriting sont-ils traités de la même façon en termes de carried et de fees ?

Ivan Massonnat :
Chez PAI comme c'est la norme, les co-investissements sont gratuits, sans management fees ni carried, ce qui objectivement commence à poser problème selon moi. Tant que les co-investissements représentaient une exception, la gratuité fonctionnait, mais aujourd'hui ils deviennent la norme. Tous les LPs les demandent. Or, cette situation crée un désalignement entre les investisseurs eux-mêmes. Sur cette partie significative du capital, nous travaillons gratuitement. En conséquence, on peut considérer que certains investisseurs paient l'équipe, via les management fees, pour une stratégie dont d'autres bénéficient de façon disproportionnée. Certains LPs ne font pas de co-investissement, pour diverses raisons, et il ne s'agit pas uniquement de petits investisseurs. Cette situation de désalignement d'intérêts va finir par leur poser problème. Ils vont regarder le règlement du fonds pour vérifier que l'équipe est justement intéressée, sans être poussée à générer trop de co-investissement. Ceci risque de pousser l'ensemble de l'industrie à s'interroger sur les modèles de frais.

Antoine Sarailler, associé services financiers et gestion d'actifs, cabinet Dechert :
Cela passe également par la mise en place de véhicules de co-investissement. A ce titre, nous avons vu la création de véhicules spécifiques sur lesquels des frais sont chargés.

Marc Baffreau :
Sur ces véhicules, les taux de fees et de carried sont souvent très éloignés de ceux pratiqués sur le fonds principal.

Antoine Sarailler :
Je ne parle pas du carried mais uniquement des frais de gestion qui permettent de rémunérer l'équipe de gestion pour les prestations spécifiques fournies dans ce cadre. Les pratiques de mise en place du carried sont également très variables (exemples : absence de carried, carried plus faible que sur le véhicule principal ou carried partagé avec le véhicule principal).

Marc Baffreau :
Il est vrai que le LP qui ne participe pas aux co-investissements paie pour les autres.

François Barbier :
Je voudrais pondérer un peu les choses. Le co-investissement est déjà très encadré par le règlement du fonds. On ne peut pas mener des co-investissements dans n'importe quelles circonstances. Ils se font généralement lorsque le deal nécessite un investissement supérieur au ticket maximal du fonds. Il faut effectivement s'assurer qu'il n'y ait pas d'excès mais le sujet me paraît déjà suffisamment couvert par la réglementation du fonds. L'investisseur dans les faits, qui ne participe pas à un co-investissement, a ce pour quoi il a négocié. C'est son choix.

Marc Baffreau :
Il aimerait co-investir mais il ne peut pas.

Agnès Nahum :
Les investisseurs, intéressés par le co-investissement, veillent toutefois à ce que le gérant ne soit pas autorisé à sortir de son champ de compétence en prenant par exemple des deals beaucoup plus importants que ses cibles habituelles.

Antoine Sarailler :
Il existe néanmoins le plus souvent un caractère discrétionnaire sur le choix du gérant quant aux LPs auxquels les opérations susceptibles de faire l'objet de co-investissement vont être proposées.

Ivan Massonnat :
Effectivement. Nous avons conservé un pouvoir discrétionnaire sur ce point même si certains gros LPs demandent des droits contractuels. Mais c'est un enjeu. Qui dit discrétion dit droit de choisir. Or, certains s'interrogent sur les critères utilisés.

Antoine Sarailler :
Est-ce que vous privilégiez vos plus gros investisseurs ?

Ivan Massonnat :
Nous tentons de satisfaire au mieux nos principaux investisseurs, tout en servant également nos plus petits souscripteurs. Nous n'avons pas choisi un fonctionnement à base de formule qui confère au LP un droit au prorata de sa souscription dans le fonds. Avec une telle formule, un petit investisseur n'a quasiment aucun droit. Notre objectif est d'utiliser les cinq années d'investissement du fonds pour satisfaire l'ensemble de nos souscripteurs.

Antoine Sarailler :
Vous préférez proposer une belle opération une fois plutôt que de petits tickets de façon récurrente.

Ivan Massonnat :
Exactement. Quand le flux de co-investissements est suffisamment fréquent (une à trois opérations par an), on peut utiliser ce pouvoir discrétionnaire à bon escient.

KEY PERSON CLAUSE ET CLAUSE DE DIVORCE

Antoine Sarailler :
Deux sujets occupent particulièrement les négociations : la clause de key person et les clauses de divorce pour faute et sans faute. S'agissant de la première, on voit se développer les clauses à plusieurs niveaux (personnes-clés principales/secondaires). Les GPs essaient de les contrer car ils préfèrent les clauses uniques avec le moins de personnes clés possibles, ou en tout cas avec des conséquences les plus limitées possibles. La période de suspension est maintenant systématique, avec une suspension des investissements et cessions de six à neuf mois sous le contrôle du comité consultatif qui regroupe les principaux investisseurs. Un autre point de négociation est la période d'application de la clause de key person : s'applique-t-elle uniquement à la période d'investissement ou également durant la période de désinvestissement ? C'est un débat récurrent. Enfin, il y a également des négociations sur l'échec de la période de suspension : que se passe-t-il à l'issue de cette période en l'absence d'accord du comité consultatif sur un remplaçant ? La solution naturelle est de mettre fin aux investissements par anticipation et de gérer le fonds en «run-off». Mais les LPs peuvent également parfois obtenir le changement du GP ou la dissolution anticipée du fonds.

Marc Baffreau :
La clause de key person est toujours âprement débattue. Elle est de plus en plus sophistiquée et adaptée aux circonstances. Parallèlement à la professionnalisation des LPs, il y a une attention sur la pérennité de la relation. Le phénomène de «one-man show» est assez mal vécu par les LPs, ce qui rejaillit sur les clauses de key person. Elles deviennent plus larges et couvrent plus de personnes. Un autre point est l'adaptation de sa durée aux périodes du fonds. Certaines clauses s'appliquent durant toute la vie du fonds, ce qui devient absurde lorsque le fonds passe en run-off. Par ailleurs, je constate une plus grande vigi-

lance des LPs lors des départs des gérants. Il fut un temps où ils se contentaient d'une vague notification avec le nom du remplaçant. Aujourd'hui, certains demandent de véritables analyses sur les raisons et les conséquences du départ, la qualité des remplaçants, etc. Ce sont désormais de vrais sujets, en particulier pour les investisseurs anglo-saxons.

François Barbier :
Il faut toujours s'interroger sur la contrepartie d'une demande. En l'occurrence, les demandes des LPs sur les équipes sont la contrepartie du chèque en blanc qu'ils font aux sociétés de gestion. Même s'il y a un encadrement, sur la stratégie d'investissement notamment, ils nous font confiance. On peut établir un parallèle avec nos problématiques, en tant que GPs, vis-à-vis des dirigeants de nos participations. Le fonctionnement est assez similaire. Nous faisons confiance à un management et négocions des clauses de bad et good leaver qui sont proches de celles demandées par les LPs.

Marc Baffreau :
Je pense que les LPs rencontrent les mêmes problématiques que les fonds buy-out majoritaires. Pour les fonds, se séparer d'un dirigeant n'est pas naturel. Le faire suppose de trouver un remplaçant, ce qui n'est pas son métier. De même, un LP qui souhaite se séparer d'un fonds doit trouver une nouvelle société de gestion. Ces clauses s'inscrivent plus dans une logique de dissuasion. Les divorces sans faute sont très peu mis en œuvre.

Agnès Nahum :
On a vu quelques divorces sans faute à l'étranger. Ces clauses sont généralement mises en avant à la suite d'un important conflit entre les fondateurs du fonds. Un investisseur doit non seulement négocier avec la société de gestion mais aussi avec les autres LPs. Tous n'ont pas le même degré de sophistication ni la même volonté de faire avancer les choses. Un institutionnel, par exemple, n'aura pas forcément le temps de s'engager dans ce type de procédure, contrairement à un fonds de fonds dont le métier implique de gérer ce genre de problématique.

Antoine Dréan :
Les LPs n'aiment pas les conflits. Beaucoup d'entre eux se plaignent en privé d'équipes de gestion. Je me souviens d'un LP qui durant une heure a critiqué une équipe de gestion. A la fin de la discussion, je lui demande s'il va voter contre l'équipe lors de l'assemblée générale. Il me répond non. Il m'explique qu'il devrait lui-même se présenter devant son board et expliquer qu'il s'est trompé sur la qualité du fonds. Cet aspect est crucial. Les clauses de divorce existent mais sont peu mises en œuvre, et surtout pas par des personnes dont ce n'est pas le métier. Les seuls en mesure d'activer ces clauses sont les activistes du private equity.

Antoine Sarailler :
En fonction des relations LPs-GPs, certaines clauses sont rédigées de façon à faciliter la mise en œuvre du divorce, et ce à plusieurs niveaux. D'abord, en baissant le pourcentage de droit de vote nécessaire pour enclencher la clause. Ensuite, sur la définition de la faute qu'on va essayer d'élargir en incluant, par exemple, la notion de «faute de gestion», les agissements des personnes clés, les sanctions pénales ou disciplinaires qui pourraient survenir en cours de vie liées ou non à la gestion du fonds. On va également tenter de mettre en place une procédure de faute «alléguée» par rapport à la faute «démontrée». Une procédure d'arbitrage peut également être préférée à une procédure judiciaire trop longue et pénalisante pour la gestion du fonds. On va traiter les conséquences financières du divorce en termes de répartition du carried, notamment en mettant en place un vesting en cas de révocation sans faute. Tous ces sujets vont dans le sens d'une mise en œuvre plus simple et efficace de la clause de divorce, même si de telles actions restent rares.

Marc Baffreau :
Ces éléments modifient le comportement des équipes de gestion. Si le divorce est plus simple à mettre en œuvre, l'équipe de gestion est incitée à gérer plus rapidement un éventuel incident. Elle veut vite éteindre le feu.

Agnès Nahum :
Concernant les key person clauses, le fait de trouver un remplaçant ne pose guère de problème.

Marc Baffreau :
Mais la plupart des advisory boards ont un droit de veto sur les remplaçants.

Ivan Massonnat :
Pas tous, mais ils ont un droit de vote. C'est normal, toutes ces clauses ont pour but de rapprocher les LPs et GPs durant les périodes de tension.

Agnès Nahum :
C'est pourquoi le GP doit être extrêmement transparent avec ses LPs. S'il y a autant de relation investisseurs dans les fonds, c'est que le maintien de ce lien est essentiel. Même les petits fonds sont aujourd'hui dotés d'un service de relation investisseurs. Les LPs ne peuvent pas être informés du départ d'un associé au dernier moment, ou par un simple mail.

Ivan Massonnat :
Nous revenons au début de la discussion sur

François Barbier, managing partner,
21 Centrale Partners

«Notre dernier fonds est structuré en FPCI et compte trois-quarts d'investisseurs internationaux. Il est donc tout à fait possible d'attirer des LPs étrangers avec le FPCI. Cela dépend sans doute de la taille et du type d'investisseurs.»

l'institutionnalisation de la classe d'actifs. Vu les enjeux, une surprise sur un départ n'est plus acceptable. Il faut l'anticiper. Pour notre dernier fonds, nous avions anticipé deux à trois ans avant la levée l'organisation de la succession. De sorte que lorsque Lionel Zinsou a quitté PAI, tout était écrit dans la clause et les LPs étaient parfaitement au courant. Un partnership bien organisé prévoit dans ses statuts l'évolution des équipes. Cela passe par exemple par la définition d'un âge limite au-delà duquel on ne peut plus être associé. Ensuite, ils doivent prévoir des clauses d'élection très démocratiques : «one person, one vote» ; ou encore organiser un vote avant chaque levée pour clarifier la gouvernance. En institutionnalisant, dans les statuts de la société de gestion, ce genre de mécaniques, on se prémunit contre de nombreuses difficultés.

LES VÉHICULES UTILISÉS

Antoine Sarailler :
Le FPCI a fait ses preuves en termes d'efficacité et de simplicité. Pour les petits fonds, qui ne souhaitent pas nécessairement lever de l'argent à l'international, il est plus simple d'avoir un FPCI où les droits et obligations des LPs et GPs sont clairement délimités par la pratique de marché. Toutefois, la Société de libre partenariat (SLP) bouleverse un peu le paysage. Elle constitue une alternative intéressante pour des investisseurs qui ne souhaitent pas investir dans un véhicule français sans personnalité morale. Je pense notamment à certains investisseurs allemands. Elle peut aussi attirer des investisseurs non européens habitués au limited partnership. Ils retrouvent le tryptique LPs, GPs, investment managers. La SLP rencontre un certain succès auprès des fonds qui souhaitent attirer des investisseurs au-delà de leur cercle français. De notre côté, nous structurons près d'un fonds sur deux sous la forme SLP. On voit aussi se mettre en place des véhicules parallèles. Un même véhicule ne peut en effet pas répondre aux attentes de tous les investisseurs. Pour un fonds ayant pour objectif de lever à l'international, nous allons devoir mettre en place un fonds pour les Européens, généralement au Luxembourg, et un fonds pour les non-Européens qui peut être un véhicule offshore ou onshore, en fonction des habitudes des investisseurs visés.

Ivan Massonnat, associé, PAI Partners

«Tant que les co-investissements représentaient une exception, la gratuité fonctionnait, mais aujourd'hui ils deviennent la norme. Tous les LPs les demandent. Or, cette situation crée un désalignement entre les investisseurs eux-mêmes.»

Marc Baffreau :
La SLP pourrait être comparée à la SAS qui lors de sa création, il y a vingt ans, ne représentait que 2 % du marché. La France n'aime pas la nouveauté. Il faut du temps. Cependant la structure de la SLP semble répondre aux objectifs, elle finira par s'imposer.

François Barbier :
Notre dernier fonds est structuré en FPCI et compte trois-quarts d'investisseurs internationaux. Il est donc tout à fait possible d'attirer des LPs étrangers avec le FPCI. Cela dépend sans doute de la taille et du type d'investisseurs. Il est vrai qu'au regard de notre taille de fonds, nous avons peu accès aux investisseurs américains. Par ailleurs, la jurisprudence trop récente ne permet pas aux investisseurs d'avoir une visibilité sur le fonctionnement de la SLP.

Marc Baffreau :
La SLP est mise en place par des fonds atypiques qui ont des LPs non institutionnels.

Antoine Sarailler :
Certaines SLP sont mises en place par des gérants de fonds institutionnels, aussi dans le domaine du capital-investissement, de l'infrastructure ou de la dette.

Agnès Nahum :
Certains fonds de buy-out se mettent en place sous forme de SLP. Pour un petit fonds, souscrit uniquement par des investisseurs français, le FPCI est encore très utilisé et bien connu. Mais pour attirer des investisseurs étrangers, la SLP est plus adaptée. Cependant, on évoquait le cas des investisseurs allemands par exemple, tous n'entrent pas dans la SLP. Il faut parfois leur faire des véhicules allemands ou luxembourgeois, voire des véhicules de titrisation.

Antoine Sarailler :
Il se trouve que nous avons trois bureaux en Allemagne dans lesquels nos associés sont spécialisés sur les investisseurs institutionnels. Nous avons rédigé plusieurs notes analysant l'attractivité de la SLP pour différentes catégories d'investisseurs allemands : des fonds de pension, des assureurs, etc. A chaque fois, un régime spécifique s'applique. Nous sommes parfois obligés de mettre en place des fonds parallèles, voire des feeders pour certaines catégories d'investisseurs. Encore une fois, nous constatons en pratique qu'il est très difficile de regrouper des investisseurs internationaux ayant des contraintes réglementaires ou fiscales variées dans un seul véhicule.

REPORTING FINANCIER ET EXTRA-FINANCIER

Ivan Massonnat :
Les attentes des investisseurs sont de plus en plus élevées en matière de reporting. Auparavant, nos assemblées générales se déroulaient une fois par an à Paris. Aujourd'hui, elles sont organisées tous les six mois à Paris, mais aussi à Londres et à New York. D'une part, les interactions avec les investisseurs sont plus fréquentes. Ainsi, nous avons créé une équipe dédiée qui va à leur rencontre régulièrement où qu'ils soient dans le monde. D'autre part, nous avons amélioré notre reporting financier avec de plus en plus d'informations. Il était déjà très transparent mais nous avons ajouté les critères ESG. Tous les ans, nous publions un rapport dédié, nommé «l'ESG review», différent du rapport annuel. Il se focalise uniquement sur les aspects responsables de notre stratégie d'investissement. L'année dernière, il portait sur la mise en place d'un outil de monitoring au niveau de notre portefeuille. Cette année, nous nous intéressons au «bilan carbone de type 3» prenant en compte l'ensemble des émissions indirectes des sociétés du portefeuille.
Les sujets ESG nous offrent aussi l'opportunité de nous rapprocher de nos LPs, en particulier les Hollandais ou les Scandinaves, en les accompagnant sur leur propre réflexion. Aujourd'hui, nous allons mettre en place des formations régulières, pour ceux qui ont la volonté de se structurer sur l'ESG.

Agnès Nahum :
Il y a de plus en plus de reportings spécifiques, pour les assureurs par exemple. L'idée est d'homogénéiser les formats utilisés pour avoir un support commun. L'investisseur trouvera alors un format similaire, avec une feuille Excel par exemple.

Ivan Massonnat :
Il y a quelques années, chaque investisseur avait des demandes bien spécifiques, aujourd'hui les attentes se standardisent. Tous les investisseurs veulent en permanence avoir le maximum d'informations, le plus souvent sous forme électronique. L'industrie tend à développer un système de reporting interactif. L'idée est d'aboutir à un gain de temps et de transparence ; des organismes tels que l'ILPA prônent l'importance de la place de la transparence. En Europe, nous sommes plutôt bons élèves. En revanche, aux Etats-Unis, on note une grande opacité historique autour du private equity. Les fonds publics prennent conscience de cette absence de transparence et mettent une forte pression pour obtenir plus d'information.

François Barbier :
Nous devons offrir au client ce qu'il souhaite. La partie extra-financière prend de l'ampleur. Chacun doit gérer en fonction de sa taille et s'adapte à son organisation. Notre équipe transversale va prendre en charge toute la partie process liée au reporting. Une taille critique est nécessaire pour assurer ces fonctions.

Agnès Nahum :
Les questions de reporting entrent dans le cadre des négociations. Ces éléments sont inscrits dans les «side letters», et profitent in fine à tous les investisseurs.

Antoine Dréan :
Les différences entre les attentes des LPs deviennent assez faibles. Le private equity ne peut plus réellement être considéré comme une classe d'actifs alternative. Il s'organise autour des mêmes thèmes, le reporting, la transparence, l'extra-financier. Les investisseurs souhaitent avant tout pouvoir suivre une équipe sur la durée et décider sereinement s'ils reviennent au fonds suivant. Ils ne recherchent pas uniquement la performance. Certains fonds fonctionnent avec des performances moyennes mais d'excellentes relations investisseurs. Or, le reporting implique des réunions régulières. C'est du service qui va avec le retour sur investissement. Le private equity : c'est à la fois le retour sur investissement et le service clients.

DES LPS AU CAPITAL DES SOCIÉTÉS DE GESTION

Marc Baffreau :
La société indépendante existera toujours, la société captive aussi. Mais au milieu, on voit se développer des sociétés de gestion, avec à leur capital un investisseur.

Ivan Massonnat :
Ce phénomène a débuté avec quelques transactions auprès d'importants LPs, comme des fonds souverains, qui venaient dans certaines des plus grandes sociétés de gestion afin d'accompagner des sociétés dans leur développement. Aujourd'hui, on constate l'émergence d'une nouvelle stratégie d'investissement qui consiste à lever des fonds pour investir dans les sociétés de gestion. Plus de 10 milliards de dollars ont été levés ou déployés sur cette stratégie.

Le premier a été le fonds américain DYAL, mais d'autres acteurs arrivent tels que Hycroft, Blackstone, Goldman, etc. Dernièrement, AlpInvest a annoncé qu'il levait un milliard et demi d'euros sur cette stratégie, sans parler des plus petits fonds.
Sous l'impulsion de ces investisseurs, l'industrie pourra se réorganiser dans une logique d'institutionnalisation et de développement : plus la pression à investir sera forte, plus les clients souhaiteront un service large. Les LPs veulent renforcer leurs relations avec les principaux gérants, et poussent à leur développement. C'est ce qui fait le succès des équipes à stratégies multiples. Des investisseurs alimentent la stratégie à long terme des gérants, leur permettent de se professionnaliser, de s'institutionnaliser, de se développer. Cette industrie va donc continuer de grandir et passer des paliers grâce à cette institutionnalisation.

Marc Baffreau :
Les LPs intègrent les GPs dans leur stratégie. Les récents acteurs de la dette, qui confient de l'argent aux sociétés de gestion, auraient parfaitement pu investir directement. Ils préfèrent mettre de l'argent à disposition des sociétés de gestion pour bénéficier d'un meilleur accès aux deals et d'un déploiement au niveau européen. Le LP peut ainsi contrôler le déploiement de son argent dans le fonds. Cela n'impliquera pas nécessairement la perte des indépendances, car il est question d'investissements minoritaires et les équipes négocient assez bien pour garder leur indépendance et rester maîtres à bord. Mais il y aura de plus en plus d'arrivées d'investisseurs au capital. Ces actionnaires peuvent servir à racheter des équipes, et donc à consolider le marché, à renforcer les équipes de back ou de middle-office, ou à ouvrir des bureaux.

Ivan Massonnat :
Ou encore à organiser la liquidité des associés historiques ou à préparer une phase de transition pour l'équipe de gestion !

Marc Baffreau :
Effectivement. On évoquait la problématique de la transmission au sein des équipes de gestion. Lorsqu'un partnership est constitué uniquement de personnes physiques, la pérennité est compliquée. Les masses monétaires en jeu sont souvent disproportionnées par rapport à des personnes physiques. Un investisseur au capital peut contribuer à apporter une forme de discipline en rachetant par exemple les participations et en déployant de nouveaux entrants. ■ Propos recueillis par Coralie Bach et Lucy Letellier

Marc Baffreau, associé, cabinet Archers

«Lorsqu'un partnership est constitué uniquement de personnes physiques, la pérennité est compliquée. Les masses monétaires en jeu sont souvent disproportionnées par rapport à des personnes physiques.»