

A la reconquête des LPs

Après une année 2009 faible en termes de fundraising, l'environnement reste difficile pour les fonds de private equity confrontés à des LPs plus sélectifs et plus exigeants. Le balancier penche à nouveau du côté des LPs, qui ont développé un front commun afin d'exiger la fin de certaines pratiques et un droit de regards et d'information plus important.

Daniel Dupont avait posé le premier la question en introduisant les débats lors de la conférence annuelle Capital Creation à Monaco : les LPs allaient-ils profiter de la crise pour développer une vue commune et remodeler le paysage du private equity ? Si à l'époque, à la mi-septembre 2009, on pouvait déjà présager d'une réponse par l'affirmative à l'interrogation du partner de Collier Capital, six mois plus tard, le doute n'est plus permis.

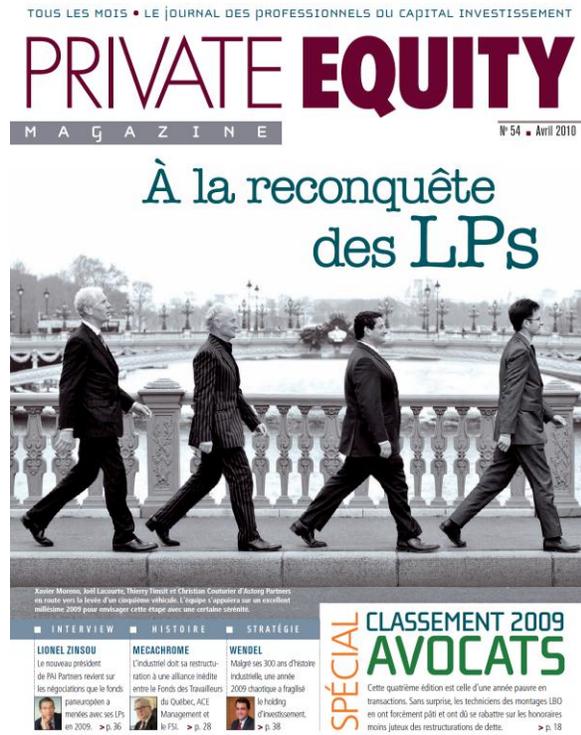
Juste retour de balancier

Nathalie Duguay et Arnaud David, associés chez SJ Berwin spécialisé dans la structuration de fonds, évoquent « un rapport de force en faveur des LPs, qui prennent leur temps, font des due diligences plus approfondies, aboutissant à des règlements toujours plus sophistiqués ». Dans ce cadre, l'ILPA est pour les investisseurs « une sorte d'étoile du nord, un retour aux fondamentaux après ce qu'ils perçoivent maintenant comme ayant été une dérive ». **Philippe Roesch**, responsable des investissements en private equity pour l'Europe d'Auda Alternative Investments, confirme qu'il s'agit d'un juste retour de balancier, se rappelant un système « poussé à l'extrême dans son exagération », avec, « encore en 2006 des closing bouclés en six semaines auprès de LPs moins sophistiqués, auxquels le GP faisait comprendre que c'était un honneur pour eux d'investir dans son fonds ». Jérôme de Metz, associé fondateur de MBO Partenaires, qui vient de démarrer la levée de son troisième fonds de small cap, parle lui « d'une des seules industries au monde où l'offre et la demande ne formaient pas le prix ». Il est vrai qu'alors que le nombre d'équipes (270 fonds en 1996, près de 1 700 en 2010) et que les montants gérés ont explosé au niveau mondial, les conditions de rémunération et de partage de la valeur n'avaient jusqu'à maintenant pas beaucoup évolué, avec les standards de 2% de frais de gestion et de 20% de carried interest. Tout juste la progression spectaculaire des levées dans le large buy-out s'accompagnait-elle d'une légère révision à la baisse des frais de gestion.

Pression sur les management fees

Julien Ruderman, associé chez Clifford Chance, qui a défendu les intérêts de LPs lors de la renégociation en cours de vie de fonds des termes financiers, insiste sur la modification des critères de partage économique de la valeur, qui, s'agissant du « carried interest », affectent moins les GPs européens, plus alignés avec leurs LPs, que les américains, qui pratiquent encore le « carried interest deal by deal ».

« Un des points qui revient régulièrement est l'assiette de la commission de gestion, les LPs s'attachant à avoir une cohérence entre le niveau des commissions de gestion et les coûts de



fonctionnement des GPs », explique Julien Ruderman. Olivier Dumas, associé chez Dechert, note que « les LPs regardent de façon beaucoup plus attentive les comptes prévisionnels des GPs, lesquels pouvaient dans le passé réaliser des marges, notamment via des rémunérations accés soires, assez sidérantes ». Ce que confirme une étude réalisée sur les sociétés de gestion de private equity aux Etats-Unis, qui démontre que les management fees ont représenté en moyenne 60% de leurs bénéfices sur les trente dernières années.

Des renégociations ont ainsi eu lieu, à l'initiative des LPs les plus puissants, comme CalPERS, qui aurait cherché à réduire ses engagements dans le fonds Apollo et a réussi à réduire ses management fees pour la gestion sous mandat de 125 M€ sur les cinq prochaines années. Même pression exercée sur Permira, qui avait levé en 2006 11,1 milliards d'euros et qui a dû négocier fin 2008 avec ses LPs – et notamment avec son principal sponsor SVG, en proie à des problèmes de liquidité – la réduction à 9,6 milliards de la taille du fonds en échange de l'abandon par ceux-ci d'un quart de leurs profits éventuels et du maintien du paiement des commissions de gestion sur la base de leurs engagements initiaux. Avec un pourcentage de management fees d'1,3%, cela représente tout de même 128 millions d'euros annuels pour couvrir les frais de structure de l'équipe de gestion, soit davantage que les management fees prélevés sur Permira III (5,1 milliards d'euros), levé en 2003 en six mois. Bridgepoint, qui a terminé fin 2008 la levée de son fonds IV de 4,8 milliards d'euros, ponctionne lui 1,25% de commission par an à ses investisseurs. Quant à Barclays Private Equity, il prévoit de tarifer 1,75% de frais de gestion à ses souscripteurs pour son prochain fonds, dont la levée devrait démarrer fin 2010 avec un objectif déjà fixé à 2 milliards d'euros.

Rapport de force

Le président d'Astorg Partners, Xavier Moreno, évoque lui « le seuil des 1 milliard d'euros, en-dessous duquel les LPs n'ont pas vraiment de raison de remettre en cause les management fees ».

Un discours de circonstance, à l'heure où le fonds de mid-market fourbit ses armes pour la levée de son cinquième véhicule, dont l'objectif est déjà fixé à 800 millions d'euros (la levée démarrera au prochain investissement, Astorg IV étant investi à 65%). Nathalie Duguay (SJ Berwin) considère ainsi que « pour un fonds successeur, il faut être le plus lisse possible et ne quasiment rien changer aux termes et conditions ». « Il s'agit d'un rapport de force basé sur l'offre et la demande. LPs et GPs partent de la documentation du fonds précédent et négocient avec comme ligne de conduite le principe d'alignement des intérêts », rappelle Jérôme de Metz. Ainsi, s'il y a une pression dans le marché sur les frais de gestion, difficile de raisonner de la même façon, quelles que soient la taille et la performance du fonds. « Avec un modèle d'investissement très "labor intensive", qui nécessite d'employervingt personnes, les 2,4% de fees dont nous avons disposé pour notre deuxième fonds, de 150 millions d'euros, nous permettent de vivre correctement, avec un budget de fonctionnement qui n'autorise pas d'excès », conclut l'associé fondateur de MBO Partenaires. Qui laisse entendre que toute modification à la baisse de ce pourcentage sur le prochain fonds, d'une taille similaire, porterait aussi préjudice aux LPs, en affectant le modèle de création de valeur de l'équipe et, par ricochet, les performances futures.

Traitements différenciés

Dominique Gaillard, membre du directoire d'Axa Private Equity, note que « l'important est d'adapter la structure de fees aux LPs, qui peuvent être coercitifs dans certains cas, mais qui accepteront toujours de meilleures conditions pour les bons ». Une remarque qui laisse aussi entendre que tous les investisseurs ne sont pas forcément traités à la même enseigne, ce que confirme Eddie Misrahi, président d'Apax Partners MidMarket : « Nous observons un phénomène nouveau, qui n'est pourtant pas évoqué dans les ILPA Principles : certains très gros LPs exigent d'avoir des droits différents des plus petits, des demandes que nous avons toujours refusées pour le moment. » Pour accélérer le premier closing, quelques GPs proposeraient aussi des management fees préférentiels aux tous premiers investisseurs dans le fonds. L'autre élément primordial pour les LPs dans un contexte d'atonie du marché est la base de calcul des frais de

gestion, c'est-à-dire le calibrage de la taille du fonds. Johny Maxwell, qui a quitté la responsabilité mondiale des fonds de fonds d'Allianz fin 2009, considère ainsi qu'« approcher ses LPs en proposant une réduction de la taille de son fonds est une excellente façon de se différencier et de créer une relation de qualité dans la durée ». Au final, l'important semble donc de rester « marché » et on remarquera que deux fonds de small caps, Winch Capital II, bouclé à 250 millions d'euros en début d'année, et Azulis Capital, qui lève actuellement son quatrième fonds et est proche de son closing final dont l'objectif est de 250 millions d'euros, proposent un pourcentage de management fees similaire, à 2%. Pierre-Yves Poirier, directeur associé, explique ainsi que la commission de gestion, proposée à 2,1% (contre 2,3% pour le fonds précédent) par EdRIP a finalement été négociée à 2% avec les investisseurs, alors que le fonds commercialisé par Azulis Capital prévoit « 1% sur les montants souscrits plus 1% variabilisé sur la base des montants appelés ».

Stabilité des équipes

Du côté du carried, on n'observe pas grand-chose de nouveau, si ce n'est la fin programmée du carried deal by deal pratiqué aux Etats-Unis, avec ses dérives inhérentes (mise en oeuvre des clauses de clawback). Sans aller jusqu'à penser comme ce gérant de fonds de midcap paneuropéen que « les LPs devraient payer plus cher parce que c'est aujourd'hui qu'on crée de l'alpha », personne ne remet vraiment en cause la proportion 80/20, mais « les excès des 25% de carried interest que réclamaient certaines équipes appartiennent définitivement au passé », indique Gonzague de Blignières, président de Barclays Private Equity.

Julien Ruderman évoque cependant « le développement de mécanisme de carried gradué en fonction de la performance, avec des échelons, comme cela se pratiquait déjà par le passé pour des équipes de gestion plus jeunes ». Quand au hurdle rate, il demeure en général au maximum de 8%, même si Jean-Philippe Keravec, associé de Campbell Lutyens, remarque que « les LPs demandent maintenant parfois un point supplémentaire, à 9%, ce qui correspond à environ un an de décalage dans le paiement du carried aux équipes ».

Mais, comme le diable se niche dans les détails, c'est surtout la façon dont le carried est « vesté » qui retient l'attention des LPs : « nous privilégions les équipes ayant adopté des mécanismes d'intéressement visant à maintenir une certaine stabilité des membres, avec une distribution du carried répartie pendant toute la durée d'investissement et de désinvestissement », explique Patricia Jeanjean, de la CDC. Au-delà du carried, c'est donc la stabilité de l'équipe et des hommes qui est regardée par les investisseurs : « Dans les moments difficiles, il faut analyser le risque qu'une partie de l'équipe s'en aille, notamment les dernières générations, auxquelles on a promis un Graal en or massif et qui risquent fort d'en trouver un en laiton à l'arrivée », conseille Jean-Philippe Keravec.

La gouvernance au coeur des négociations

En dehors du partage de la valeur entre LPs et GPs, l'autre point sur lequel se cristallisent les négociations est la gouvernance. « Les LPs, qui gèrent de manière très stricte leurs allocations à chaque segment du métier, exigent que les gérants restent dans leur case géographique ou de taille ou type d'opération », confirme Xavier Moreno. Ainsi, les incursions du private vers le « public equity », notamment les stratégies de Pipe, ne semblent guère prisées. Jean-Marie Laviotte, cofondateur de Perfectis Private Equity, dont le fonds III est en prémarketing, confirme que « les investisseurs sont attentifs à la stratégie du fonds, qui se doit d'être constante et claire dans le temps, et appliquée par une équipe au faible turn-over ».

Organe clé de la gouvernance pour les LPs, le comité consultatif voit son rôle s'accroître, « avec une fonction mieux définie, d'après Nathalie Duguay et Arnaud David, et la possibilité de s'autosaisir, en particulier dans les cas de conflits d'intérêt, qui relèvent de sa compétence ».

De l'avis général, les LPs sont beaucoup plus sévères en ce qui concerne les clauses d'homme clé, suite notamment à de grands changements d'équipes qui sont restés impunis aux Etats-Unis.

Philippe Roesch, d'Auda Alternative Investments, remarque ainsi que « la gouvernance est devenue un point central dans la négociation, et que les clauses d'homme clé sont plus étroites ».

On regarde qui a fait les bons deals, les belles sorties, mais on analyse également davantage lors des due diligences la fréquence et la qualité du reporting ».

Dans le même ordre d'idée, la question de la succession est au centre des préoccupations des LPs. « Il y a toute une génération qui passe la main, et plus une équipe est dépendante d'un nombre limité d'individus, plus la question est difficile à traiter évidemment », observe Eddie Misrahi. Qui souligne que « chez Apax Partners, le sujet a été traité dans la durée, en expliquant aux investisseurs il y quatre ans comment nous allons gérer la succession de Maurice Tchenio ».

Sous-estimation de la communication

Signe du retournement du rapport de force en leur faveur, les LPs demandent aussi aux GPs de communiquer davantage et d'être plus transparents. Lors de la conférence Super Return de Berlin en février dernier. Erol Uzumeri, senior vice-président de Teachers Private Equity, proposait même d'établir un classement public des GPs sur la qualité de leur communication. Autant de demandes qui prouvent bien que la communication est encore sous-estimée par les GPs. Lors du même Super Return, Johny Maxwell expliquait ainsi avec humour qu'il avait toujours obtenu plus d'informations sur l'état des fonds et du portefeuille après les réunions avec ses GPs que pendant. « Il n'est pas normal que, si on appelle le patron d'un fonds pour lui poser une question après un meeting sur un investissement en particulier, il vous réponde qu'il va se renseigner auprès du CFO et qu'il vous renvoie ensuite à la page 56 du rapport annuel, qu'évidemment vous n'avez pas lue, et où il est expliqué que cet investissement est un désastre. Il est nécessaire de communiquer sur une base régulière entre LPs et GPs afin d'établir une relation de confiance réciproque », concluait l'ex-responsable de l'activité fonds de fonds d'Allianz.

Des limites à ne pas dépasser

Les LPs disposent donc désormais de beaucoup plus de pouvoir contrairement au passé où ils étaient engagés dans un fonds et payaient des frais de gestion sans possibilité d'en bouger. Faut-il s'en inquiéter? Sans aller jusqu'à imaginer un monde du capital-investissement sans GPs, on peut tout de même constater que les LPs ont déjà procédé à des « reprises en main de fonds » et qu'il n'est pas exclu que cela se reproduise dans le futur. « Les LPs cherchent le plus de cas possibles de sortie, avec des clauses d'homme clé, qui visent, au-delà de la suspension automatique des investissements, la reprise en main par les souscripteurs, ou des clauses de divorce sans faute à la simple majorité », constate ainsi Daniel Schmidt, associé chez Proskauer Rose.

On est pourtant encore loin d'arriver à des cas d'immixtion de LPs dans la gestion du fonds, même si Xavier Comaills, associé chez Ashurst, a été confronté à « des LPs étrangers demandant à disposer d'un droit de veto sur certains types d'investissement, une disposition impossible à appliquer dans le cadre réglementaire français ». Monique Saulnier, partenaire associé de Sofinnova Partners, se déclare elle très surprise de la place que les ILPA Principles donnent à l'Advisory Committee : « Mon expérience est que nos investisseurs souhaitent ne pas engager leur responsabilité à travers ce type de fonction et qu'en conséquence les décisions prises par cet organe sont, à leur demande, limitées ».

Vince O'Brien, directeur chez Montagu Private Equity, rappelait ainsi aux LPs les limites à ne pas dépasser : « Faites-voilà notre boulot : menez les due diligences, négociez une acquisition, séparez-vous du management quand c'est nécessaire, recrutez les bons dirigeants, soutenez une entreprise en période de crise, travaillez les sorties. » Il est évidemment peu probable que ce scénario se produise, la plupart des LPs n'ayant ni le souhait, ni les moyens humains d'endosser le costume des GPs. Mais l'évolution du rapport de force en faveur des LPs est sans doute une bonne nouvelle pour le private equity, car que demandent ces derniers sinon davantage de transparence et la fin de certaines dérives qui ne sont sans doute pas pour rien dans la mauvaise image qu'ont certains politiques et le grand public de la profession.