

Les droits de co-investissement dans les fonds de capital-investissement sont là pour de bon

6 DÉCEMBRE 2016 7 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

Auteur: John Groenewegen

• Capital-investissement

L'année 2016 s'achève avec un volume d'opérations à la baisse dans le secteur des fonds de capital-investissement, beaucoup d'attention étant portée aux actifs liquides volumineux de ces fonds – leurs réserves de liquidités disponibles. Selon le rapport de Preqin intitulé *2016 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report*, le montant des réserves liquides a maintenant dépassé le seuil de 1,3 billion de dollars américains à l'échelle mondiale, un sommet depuis que le fournisseur de données a commencé à suivre ces statistiques en 2000. Cette hausse des réserves de liquidités n'est pas surprenante en raison du nombre accru de protagonistes dans le secteur des rachats. Non seulement existe-t-il de nouvelles sociétés de capital-investissement qui émergent partout sur la planète, mais aussi le contexte concurrentiel change avec les multinationales chinoises, les fonds souverains et les caisses de retraite exerçant tous leur puissance financière et leur confiance en leur capacité d'effectuer des investissements directs et souvent individuels.

Un cas en particulier a été l'annonce faite en octobre que le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario avait convenu d'acquérir les activités canadiennes de Constellation Brands pour 1,03 milliard de dollars. La dominance des régimes de retraite canadiens dans les activités nationales et internationales de fusion et acquisition n'a rien de nouveau. Comme *The Economist* l'explorait dans son article du 22 octobre 2016 intitulé « *The Barbarian Establishment* », bon nombre d'autres genres d'entités ayant un accès à du capital à bas prix et souvent liés à l'État ont fait leur entrée dans le marché des rachats. Étant donné leur capacité et leur expertise en investissement, pour ne pas parler de leurs grandes réserves de capitaux, il est de plus en plus fréquent que ces acheteurs soient considérés comme des acheteurs uniques directs lorsque des actifs et des entreprises de qualité sont mis aux enchères.

Les données au cours des dernières années montrent que l'appétit pour les investissements directs des commanditaires dans les opérations en capital-investissement et en capital de risque est demeuré aiguisé. Les données de PitchBook Platform ont révélé qu'en 2015, les commanditaires avaient participé à 168 opérations conclues, une hausse de 23 % par rapport à 2012. Cet appétit pour l'investissement direct peut être troublant pour les commandités de fonds de capital-investissement qui se sont toujours fiés – et continuent de le faire – aux investissements dans leurs fonds provenant d'investisseurs institutionnels, comme des fonds souverains et des régimes de retraite.

Qu'est-ce que cela signifie lorsque votre client investisseur devient votre concurrent? Pour la plupart des fonds, cela signifie continuer à respecter les droits de co-investissement (et les frais inférieurs afférents) dans l'espoir que les grandes sociétés en commandite décideront de ne pas investir directement, mais plutôt de jouer le rôle de co-investisseur avec le fonds. Le fait de retenir les droits de co-investissement ou de les structurer ou d'en fixer le prix de manière non conforme au marché comporte le risque que ces commanditaires au

portefeuille bien garni délaissent le fonds. Selon le rapport de Preqin sur le co-investissement de capital-investissement, 69 % des commandités ont offert activement des occasions de co-investissement à leurs commanditaires, et 18 % envisagent de le faire à l'avenir. Par ailleurs, selon le rapport, 26 % des commanditaires co-investissent activement et 24 % co-investissent de façon opportuniste.

Par le passé, les investisseurs convenaient de consacrer des fonds à un promoteur de fonds (le commandité) et le contrat de société dictait, entre autres, comment le commandité répartirait le capital, les exigences relatives à la diversification des actifs, la taille d'investissement cible et le moment propice pour se désengager des investissements. Bien que ce processus soit encore suivi, il est maintenant de plus en plus fréquent pour les commanditaires de demander que les documents relatifs aux fonds prévoient des co-investissements. Les co-investissements permettent effectivement aux commanditaires de contourner le fonds et d'investir directement dans la société ciblée. Les co-investissements sont encore coordonnés et convenus par le commandité et le co-investisseur, mais les modalités, notamment les frais payables au commandité, varieront de celles applicables aux commanditaires dans le fonds.

Les frais payables au commandité sur les co-investissements varient d'un fonds à l'autre et, dans certains cas, sont de zéro. Les fonds qui prévoient des programmes de co-investissement officiels tenteront souvent d'établir la structure des frais au moment de l'établissement du fonds. Dans d'autres fonds, les frais et/ou l'intérressement différé payables feront l'objet de négociations avec les co-investisseurs au moment de l'investissement. Dans un cas comme dans l'autre, dans l'ensemble, les frais globaux pour les co-investisseurs seront habituellement inférieurs aux arrangements de partage des revenus incitatifs dans le fonds principal (certains fonds demandent encore les frais de gestion classiques de 2 % et prévoient un intéressement différé de 20 %). L'offre de droits de co-investissement peut aussi faire l'objet de négociations lorsque les fonds sont lancés; certains commandités pourraient octroyer de tels droits seulement à certains investisseurs (généralement, leurs investisseurs les plus importants ou les plus fidèles, ou ceux qui sont considérés comme des investisseurs stratégiques), tandis que d'autres ont accepté que tous les commanditaires se fassent accorder des droits de co-investissement.

Bien que les droits de co-investissement gagnent en popularité et que bon nombre de sociétés en commandite les demandent pour investir dans un fonds, en réalité, il n'y a encore qu'un nombre limité de sociétés en commandite qui sont en mesure de passer à l'acte, puisque les délais d'exécution de l'opération sont souvent serrés et que le montant du chèque peut être considérable. Les opérations de capital-investissement qui prévoient la participation de co-investisseurs devraient comporter des mécanismes et des conditions de négociation appropriés comme un accord de non-divulgation rédigé de manière appropriée permettant la communication d'information aux co-investisseurs potentiels, et s'assurer qu'un délai suffisant est accordé pour amener les co-investisseurs à la table.

Certains commandités pourraient avoir préféré l'argent passif d'avant. Cependant, la plupart sont disposés à accepter le nouvel état de la situation et les frais inférieurs généraux afférents pour assurer la disponibilité de capitaux souples et engagés. La participation d'importantes institutions au niveau du co-investissement offre aux fonds de capital-investissement la souplesse nécessaire pour réaliser d'importantes opérations sans avoir à chercher à l'extérieur de leur groupe d'investisseurs pour obtenir du capital de tiers. Dans un monde où le flux d'opérations ralentit, du capital engagé et la capacité de se présenter à la table avec un gros chèque peuvent faire toute la différence.

Du point de vue du commanditaire, les co-investissements peuvent améliorer leurs perspectives d'augmentation des résultats avec des arrangements de frais plus favorables et de façon plus contrôlée. Pour certains, plus particulièrement ceux qui constituent leurs propres équipes d'investissement internes, les co-investissements offrent l'occasion d'investir

avec des commandités d'expérience, et peuvent leur permettre d'acquérir de l'expérience dans des disciplines d'investissement direct. Étant donné tous ces points positifs, il est difficile d'imaginer que la tendance de co-investissements ralentira bientôt.