

► LPs | Au-delà du « Modèle T » du private equity



Cyril Demaria,
professeur à la HEIG-
VD et à l'Edhec

Dans la sphère du capital-investissement, les limited partnerships ont longtemps contribué à l'essor de toute la profession. Cependant, les événements récents sont venus remettre en question ces véhicules, jadis copiés – voire enviés par d'autres. Aujourd'hui, ils sont dans l'obligation de s'adapter.

Le private equity est-il malade de ses limited partnerships ? Au cours des quarante dernières années, cette structure juridique a transformé le secteur émergent du private equity professionnel en une force financière globale, tout d'abord aux Etats-Unis, puis à travers le monde. Essentiellement contractuels, les limited partnerships sont flexibles, aisés à établir et peuvent être gérés à un coût relativement faible. Forts de leur succès, ces types de véhicules ont été adoptés et transposés dans d'autres juridictions : le FCPR en est un exemple. Le Luxembourg a initialement tenté de dévier du modèle avec sa Sicar et a dû corriger le tir avec le SIF. La Suisse a pour sa part adopté sa propre version du limited partnership afin d'attirer les managers on-shore. La Directive AIFM, elle-même, peut être lue comme une tentative de rediriger cette industrie on-shore et de la réglementer (voire, un jour, de la taxer).

Lente reprise d'activité

Cette relation symbiotique entre investissements non cotés et limited partnerships a suscité l'envie d'autres classes d'actifs. Les frais de gestion annuels de 2 % garantis pendant dix ans, ainsi que les 20 % de commissions de performance,

associés à l'entière discrétion dans la gestion du fonds conférée au gérant, ont suscité la vocation de gérants de fonds alternatifs : private real estate, private infrastructure, private fine art et bien d'autres ont tenté de tirer parti de ce modèle lucratif. Des rumeurs de structure unifiée private equity/hedge funds ont même émergé avant la crise de 2007. Les gérants de fonds de private equity étaient attirés par les commissions de performance annuelles des hedge funds, tandis que les gérants de ces derniers imaginaient adopter un mécanisme à la private equity bloquant l'engagement des souscripteurs à moyen ou long terme. La crise est passée par là, et – à tort ou à raison – a attiré l'attention des autorités de régulation. Le limited partnership, qui a longtemps servi les intérêts du private equity, semble désormais ralentir la reprise de son activité.

Réduire les coûts

Le limited partnership souffre d'une limite sérieuse : c'est un véhicule « à taille unique », l'équivalent du

Le limited partnership, qui a longtemps servi les intérêts du private equity, semble désormais ralentir la reprise de son activité.

« modèle T » de Ford en private equity. Les conditions initiales de son adoption ont changé : les limited partners sont beaucoup plus sophistiqués, l'expertise des general partners est plus largement diffusée, et l'accent n'est plus mis sur la diversification du risque mais sur la génération de rendements. La délégation d'investissement est donc remise en question, notamment du fait de la gouvernance insuffisante offerte par le limited partnership. Des mécanismes ont été développés pour réduire les coûts du limited partnership, et pour améliorer sa gouvernance : des modèles de co-investissement (pour contour-

ner le limited partnership), des mandats ad hoc (pour l'éliminer) et l'acquisition de parts dans le general partner par les limited partners les plus importants. Ces solutions sont imparfaites : le co-investissement expose les limited partners à une responsabilité mal maîtrisée, les mandats n'offrent pas un alignement d'intérêt suffisant entre mandants et mandatés, et les parts dans les general partners (dont l'intérêt reste à démontrer) sont réservées à une minorité.

Imaginer une nouvelle gouvernance

Quelques fissures sont apparues dans le monolithe du limited partnership : les frais annuels de gestion sont progressivement appliqués sur le capital appelé (et non plus engagé) pendant la période d'investissement. Certains gérants ont proposé des clauses de liquidité : Carlyle a ainsi imaginé un scénario de sortie après six années d'activité du fonds pour les limited partners. Néanmoins, ces efforts sont encore marginaux et insuffisants. Disposer d'une structure

unique de fonds internationalement reconnue est positif, mais il est indispensable d'imaginer une nouvelle gouvernance des fonds de private equity. Les limited partners ont des attentes de rendement, de risque et d'horizon d'investissement différents. Cette évidence demeure encore largement ignorée par les praticiens. Or, les réglementations changent – et notamment les ratios prudentiels des caisses de retraite, des assurances et des banques (qui fournissent entre 40 et 50 % des capitaux européens, d'après l'EVCA). Le limited partnership doit donc être adapté au besoin de ses clients : les limited partners. ■