lavery
Avocats

Fonds de capital investissement et de capital de risque au Canada : aperçu de la structure économique

12 décembre 2014

Les aspects économiques des fonds de capital investissement et de capital de risque sont importants lorsque vient le moment d'attirer des investisseurs. En effet, les investisseurs veulent connaître le mode de partage des frais, les honoraires applicables et le mode de répartition des bénéfices. Le résumé qui suit donne un bref aperçu des modalités les plus courantes en la matière. Il convient, toutefois, de noter que chaque fonds est différent et que les documents constitutifs d'un fonds peuvent être adaptés pour tenir compte de toute une série de caractéristiques qui lui sont propres.

APORTS, DISTRIBUTIONS ET ATRIBUTIONS

L'APORT DU COMMANDITÉ

Les investisseurs s'attendent à ce que le promoteur d'un fonds de capital investissement[1] (le « commandité ») ou l'un des membres de son groupe ait un intérêt direct dans la réussite du fonds. Dans la plupart des cas, les investisseurs s'attendent à ce que l'investissement du commandité, des membres de son groupe ou des membres clés de sa haute direction représente entre 1 % et 5 % du total des souscriptions de capital obtenues des investisseurs. Les investisseurs accordent beaucoup d'importance à un tel investissement puisqu'il leur assure que les intérêts de l'équipe de direction du fonds seront alignés sur leurs propres intérêts et que le commandité ne sera pas encouragé à prendre des risques excessifs dans le but d'obtenir des rendements accrus pour lui-même. Voilà pourquoi l'Institutional Limited Partners Association recommande, entre autres, que le commandité soit tenu d'investir financièrement dans le capital du fonds de capital investissement ou de capital de risque privé[2].

DISTRIBUTIONS EN CASCADE ET PARTICIPATION AUX BÉNÉFICES

La structure économique de base d'un fonds consistera habituellement en des « distributions en cascade », soit un mécanisme qui fixe le mode d'attribution des bénéfices et l'ordre de priorité de leurs versements. Les frais liés au fonds, les passifs et l'encaisse sont déduits de toutes les distributions, lesquelles sont effectuées au pro rata parmi les investisseurs selon leur apport en capital respectif dans le cadre d'un investissement donné. Chaque niveau d'attribution doit avoir été complété intégralement avant de pouvoir passer au niveau d'attribution suivant.

Voici un exemple d'une structure de distributions en cascade qu'un fonds peut mettre en place :

Premier niveau :
Remboursement de l'apport en capital des investisseurs

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

Dans le cadre du premier niveau d'attribution des distributions, les investisseurs ont le droit de récupérer tout apport en capital qu'ils ont fait dans le cadre d'un investissement avant que d'autres distributions soient effectuées.

Deuxième niveau :

Rendement privilégié versé aux investisseurs

Le niveau suivant d'attribution des distributions revient également aux investisseurs jusqu'à ce qu'ils reçoivent une somme correspondant au *rendement privilégié* sur leurs apports en capital. Le rendement privilégié, qui correspond habituellement au taux de rendement minimal à l'égard de l'investissement dans le fonds, procure aux investisseurs un taux de rendement déterminé (qui s'établit habituellement dans la fourchette allant de 5 % à 9 % sur tout apport en capital) qui est versé avant que le commandité ne touche une part des gains tirés des investissements du fonds.

Troisième niveau :

Niveau de « rattrapage » (*Catch-up*)

Une fois que les apports en capital ont été remboursés aux investisseurs et que le rendement privilégié a été versé, le commandité bénéficiera de distributions de « rattrapage ». À ce stade, le commandité aura droit à une part des bénéfices produits par le fonds jusqu'à concurrence d'une somme égale à l'intéressement à la performance (voir ci-après) auquel il aurait autrement eu droit à l'égard des premier et deuxième niveaux d'attribution des distributions.

Quatrième niveau :

Intéressement à la performance (*Carried Interest*)

Au quatrième niveau, tant les investisseurs que le commandité ont le droit de recevoir les bénéfices du fonds. À ce stade, les investisseurs et le commandité se partagent les fonds de distribution restants payables selon la formule de partage prévue dans la convention d'exploitation du fonds et prévoyant un intéressement à la performance (carried interest) pour le commandité (un partage des distributions sur une base de 80/20 aux termes duquel les investisseurs reçoivent 80 % des distributions payables et le commandité, 20 %, est considéré comme la norme, même si cette répartition peut varier considérablement en fonction de la conjoncture et des normes de l'industrie).

RÉCUPÉRATION (CLAWBACK)

La convention d'exploitation du fonds peut également prévoir une disposition de « récupération » (clawback) relativement à l'intéressement à la performance du commandité. Aux termes de cette disposition, qui peut comprendre un processus d'entiercement et qui fait office de mécanisme d'ajustement, le commandité doit retenir un pourcentage de sa participation aux bénéfices qu'il reçoit à titre d'intéressement à la performance afin d'éviter tout paiement en trop si un investissement donné ne se révélait pas profitable. Par exemple, la disposition de récupération peut être déclenchée lorsque, au moment du calcul des rendements globaux que le fonds a tirés d'un investissement donné, les investisseurs ont reçu une tranche des bénéfices qui est inférieure au taux de rendement minimal. Dans un tel cas, le commandité devra retourner au fonds tout bénéfice excédentaire aux fins de redistribution aux investisseurs.

FRAIS ET HONORAIRES DU FONDS

FRAIS DE GESTION

Habituellement, dans le cadre de l'établissement d'un fonds de capital investissement ou de capital de risque, le commandité créera une entité affiliée ou désignera un tiers à titre de conseiller en placements ou de société de gestion pour qu'il lui donne des conseils en matière de placement relativement à la gestion du fonds. De telles ententes peuvent prendre la forme d'une convention de consultation ou d'une convention de services de gestion, qui décrit dans le détail les fonctions et les obligations qui sont déléguées à l'entité désignée.

Le commandité, ou tout gestionnaire ou conseiller en placements désigné pour agir au nom du fonds, recevra généralement des frais de gestion calculés en fonction du capital global souscrit en faveur du fonds (habituellement fixés à environ 2 %). À l'occasion, les frais de gestion comprendront deux volets : l'un étant fondé sur le capital souscrit mais non encore investi et l'autre étant fondé sur le capital investi par le fonds. Cependant, il arrive parfois que des frais fixes s'appliquent à la totalité du capital souscrit. Le commandité (ou toute entité qu'il a désignée) utilise les frais de gestion pour engager des spécialistes en placements, couvrir les coûts associés au fonctionnement quotidien du

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

fonds et évaluer d'éventuelles occasions de placement. Ces frais et honoraires sont pris en charge par le fonds (et, dès lors, par ses investisseurs) et doivent généralement être payés sur une base trimestrielle ou semestrielle.

Outre le montage du fonds, il faut tenir compte des incidences associées à la taxe de vente et des exigences relatives aux obligations d'inscription à titre de courtier applicables dans un territoire donné lorsque vient le temps de déterminer les modalités de calcul et de paiement des frais[3].

COÛTS DE PLACEMENT ET DE CONSTITUTION

Les coûts liés à la création et à l'établissement du fonds sont généralement payés par le fonds, mais sont aussi habituellement plafonnés à un montant indiqué dans la convention d'exploitation du fonds. À l'occasion, la convention d'exploitation peut établir que c'est au commandité de couvrir les coûts de constitution jusqu'à concurrence d'un montant déterminé. De tels coûts incluent les honoraires engagés pour des services juridiques et comptables ainsi que les coûts d'ordre administratif et de marketing qui sont dus au moment de l'établissement du fonds. Les coûts d'établissement varient grandement en fonction de la complexité du fonds mis sur pied et peuvent varier considérablement si des fonds de fonds connexes (*feeder funds*), des structures d'investissement de rechange ou des entités associées sont créés en même temps.

FRAIS D'EXPLOITATION

Le fonds sera également chargé d'acquitter les honoraires et les frais liés au bon fonctionnement et à l'exploitation en bonne et due forme du fonds. Il peut s'agir d'honoraires ou de commissions de consultation continus, de coûts administratifs, de taxes, d'impôts ou de frais réglementaires applicables ainsi que de frais de gestion payables au commandité, au conseiller en placements ou à la société de gestion et de frais engagés par de telles personnes dans le cadre de l'exercice de leurs fonctions au nom du fonds.

---

[1] En règle générale, le promoteur d'un fonds de capital investissement ou de capital de risque privé sera le commandité du fonds. Le plus souvent, le fonds de capital investissement ou de capital de risque est constitué sous la forme d'une société en commandite ayant une durée déterminée à l'avance.

[2] Voir « *Private Equity Principles* », (édition 2.0), Institutional Limited Partners Association (disponible à l'adresse : http://ilpa.org/index.php?file=/wp-content/uploads/2011/01/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf&ref=http://ilpa.org/principles-version-2-0/&t=1426810053).

[3] Pour plus d'information à ce sujet, voir l'article intitulé « Exigences d'inscription visant les gestionnaires de fonds de capital de risque et de capital d'investissement au Canada : un cadre réglementaire favorable » publié dans le bulletin Lavery CAPITAL de mai 2014.

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.