

Un contrat ombrelle à la place de structures offshore

Droit Une structure souple et transparente pour lier des investisseurs et une société de gestion



Philippe Jacquemoud*

Après la crise financière de 2008, lever les montants nécessaires à la création d'un fonds de private equity n'est pas aisé. Le pouvoir est passé des gestionnaires aux investisseurs. Aujourd'hui, les seconds veulent des moyens de contrôle beaucoup plus envahissants sur les structures. Ce contrôle passant aussi par la sécurité du droit, la création de véhicules offshore est en recul.

Une bonne alternative au fonds classique est une structure de contrat ombrelle, liant une société de gestion à des investisseurs potentiels, dont le nombre ne dépasse généralement pas vingt. Ce contrat-cadre allie de manière appropriée les intérêts des deux parties. Il prévoit que la société de gestion scrute des opportunités d'investissement et les propose aux investisseurs. Chacun est libre de participer ou non.

La société de gestion perçoit un honoraire, fixe ou variable en fonction des fonds théoriquement disponibles. Le contrat-cadre prévoit également une commission (*carried interest*) sur le produit de la vente des participations acquises lors de son exécution.

D'un côté, le pouvoir limité de la société de gestion sur l'argent des

investisseurs les protège contre l'inexpérience ou la malhonnêteté. De l'autre, la société de gestion ne doit pas à chaque opportunité d'investissement se démenier pour lever des fonds, car elle a déjà un certain nombre d'investisseurs qui paient pour cela un honoraire annuel. Ce dernier incite les investisseurs à lui faire confiance et à ne pas refuser chaque opportunité.

Le contrat-cadre, par la volonté affichée des investisseurs à investir, rassure également le potentiel vendeur quant à la disponibilité de l'argent. Finalement, les investisseurs sont gagnants par rapport à des opérations au coup par coup, car ils peuvent négocier un *claw back* leur permettant de récupérer les honoraires versés en trop par rapport à la performance globale des investissements.

Les détails sont réglés dans le contrat-cadre. Il faudra surtout prêter attention aux manières de mettre fin à ce contrat, aux personnes clés dans la société de gestion, au nombre d'opportunités à présenter et à la prise de décision quant au désinvestissement, qu'il est conseillé de confier à la société de gestion. La structure et l'exécution des investissements dans chaque société cible doivent être prévues dans le contrat-cadre, pour éviter des coûts de structuration supplémentaires.

La création pour chaque opération d'une holding, dont une catégorie d'actions est souscrite par les investisseurs et l'autre, privilégiée, par le gestionnaire à titre privé, est intéressante à plusieurs égards. La vente de partici-

pations de la holding ne sera pas taxée pour les investisseurs ayant leur domicile en Suisse. Le gestionnaire percevra également un gain en capital sur la vente de ses actions privilégiées (confirmation par un accord avec les autorités fiscales nécessaire, car le gestionnaire peut être considéré comme un négociant professionnel en valeurs mobilières). Enfin, la holding délèguera la direction opérationnelle à la société de gestion et ainsi celle-ci pourra voter librement les actions de la société cible.

Il est en outre possible que les statuts de la holding prévoient que la révocation de la société de gestion nécessite le vote positif des administrateurs représentant la catégorie privilégiée des actions. Le mandat de direction de la société de gestion ne peut en conséquence pas être révoqué en tout temps, protégeant son honoraire de gestion et son pouvoir de décision sur la marche des affaires dans la société cible. La catégorie d'actions souscrite par la société de gestion sera également privilégiée concernant les droits de vote.

Ces privilèges sociaux sont balancés par le contrat-cadre, qui protège les intérêts des investisseurs en agissant comme une convention d'actionnaires. Il est intéressant de noter que le contrat-cadre, pouvant être qualifié de mandat et partant révocable en tout temps, ne sera vraisemblablement pas dénoncé par les investisseurs, car ceux-ci perdraient par cela les droits contractuels qui leur sont conférés pour balancer les privilèges sociaux du gestionnaire.

A chaque fois, l'investisseur agit de manière individuelle. Si son identité doit rester confidentielle, ou si le vendeur restant actionnaire de la société cible ne souhaite pas avoir une pléthore de partenaires de discussion, une holding supplémentaire peut venir chapeauter la structure pour réunir les intérêts des participants. Pour réaliser le gain en capital souhaité, une restructuration sera néanmoins nécessaire avant une vente de la société cible.

Cette structure à base de holdings est supérieure d'un point de vue de la sécurité du droit à une fiducie offshore, dont le seul atout est de permettre l'irrévocabilité du mandat. Cette sorte de structure d'investissement est également attractive d'un point de vue prudentiel: elle n'est soumise ni à la loi sur les placements collectifs de capitaux, ni à la loi sur les banques, ni à la loi sur les bourses et les valeurs mobilières, si quelques principes fondamentaux, tels qu'un nombre restreint de participants, sont respectés.

Ce type de contrat ombrelle, déjà utilisé par Global-Cap dans une forme simplifiée, devrait se développer à l'avenir, car il allie la souplesse nécessaire au private equity à la protection recherchée par les investisseurs après la crise de 2008. Enfin, son coût de mise en place est très modeste par rapport à l'établissement d'une sicav, d'un fonds contractuel, d'une société en commandite de placement collectif ou d'une structure offshore.

* Avocat, LL.M, Homburger, Zurich.