

16 SEPTEMBRE 2019

Principes 3.0 de l'ILPA : retour vers le futur?

Points à retenir pour les promoteurs et investisseurs de fonds de capital-investissement

Auteurs : [Brooke Jamison](#), [Sarbjit S. Basra](#) et [Stephen Dalby](#)

En juin 2019, l'Institutional Limited Partners Association (l'« ILPA ») a publié la troisième version de ses principes où sont décrites les pratiques qu'elle considère comme exemplaires dans son secteur d'activité (les « [Principes 3.0 de l'ILPA](#) », disponible en anglais seulement). Dans les Principes 3.0 de l'ILPA, celle-ci formule plusieurs recommandations quant aux façons dont les promoteurs de fonds devraient structurer leurs fonds pour que les intérêts des fonds soient davantage harmonisés avec ceux de leurs investisseurs. Certaines de ces recommandations s'écartent des pratiques courantes sur le marché.

Les promoteurs de fonds qui prévoient constituer un fonds en 2019 ou par la suite devraient se familiariser avec les Principes 3.0 de l'ILPA et voir si les modalités de leur fonds s'écartent des Principes 3.0 de l'ILPA. Quant aux investisseurs institutionnels, il pourrait également être utile pour eux de se familiariser avec les Principes 3.0 de l'ILPA afin de déterminer s'ils souhaitent adopter certaines des recommandations qui y sont formulées en tant que demandes courantes à présenter au moment d'investir dans des fonds de capital-investissement.

Il reste à voir dans quelle mesure les intéressés adopteront, le cas échéant, les recommandations de l'ILPA en matière de pratiques exemplaires et quelle sera l'incidence de la réaction des intéressés sur les commanditaires et les commandités, particulièrement en ce qui concerne les recommandations qui touchent les aspects économiques des fonds.

Ce que vous devez savoir au sujet des Principes 3.0 de l'ILPA : principaux changements

Responsabilité ultime et principales modalités économiques

Bon nombre des recommandations de l'ILPA ne prêtent pas à controverse, mais d'autres risquent d'être plus inquiétantes pour les promoteurs de fonds, particulièrement celles qui auraient une incidence sur les aspects économiques d'un fonds :

- **Calcul du rendement privilégié.** Selon la recommandation de l'ILPA, « dans le but de minimiser les risques pour l'investisseur, l'intéressement aux performances devrait, idéalement, être calculé à partir d'un taux de rendement minimal bien défini, c'est-à-dire que l'intéressement aux performances du commandité devrait être fondé seulement sur les bénéfices en excédent du rendement privilégié des commanditaires ». ¹ L'une des raisons données à l'appui de cette recommandation est l'amélioration de l'alignement des intérêts des commandités et des commanditaires. Cependant, ce mode de calcul retirerait la distribution « de rattrapage » de la structure de distribution en cascade. La distribution « de rattrapage » permet d'assurer que le commandité reçoit l'intéressement aux performances sur tous les bénéfices nets, y compris ceux faisant partie du rendement privilégié. Pour le commandité, l'adoption de cette recommandation a pour effet le non-versement du pourcentage d'intéressement aux performances indiqué.

Comme elle l'avait fait dans les directives qu'elle a publiées en 2017, l'ILPA recommande également que le rendement privilégié soit calculé à partir de la date à laquelle le capital des investisseurs est à risque (pour tenir compte de l'éventualité où le commandité utiliserait sa ligne de crédit de souscription au lieu de faire un appel de capitaux pour financer des placements). ² Cette façon de procéder est peut-être moins inquiétante pour le commandité que la proposition visant à retirer la distribution « de rattrapage », mais elle n'a pas encore fait des adeptes sur le marché. Toutefois, étant donné les préoccupations croissantes des investisseurs

institutionnels quant à l'utilisation des lignes de crédit de souscription, les promoteurs de fonds devraient être prêts à justifier les utilisations autorisées de ces lignes de crédit dans la convention de société en commandite du fonds ou envisager d'adopter les directives 2017 de l'ILPA.

- **Obligations de récupération.** L'ILPA est revenue à sa position de 2009 concernant le calcul des obligations de récupération : toute obligation de récupération devrait être déterminée sans tenir compte des impôts payés par les bénéficiaires de l'intéressement aux performances. Ainsi, ces bénéficiaires pourraient devoir prendre en charge les impôts payés sur l'intéressement aux performances reçu et ne pas avoir la possibilité de les recouvrer à la suite de la récupération de l'intéressement aux performances.
- **Compensation des frais.** Il est indiqué, dans les Principes 3.0 de l'ILPA, que « [t]ous frais imposés à une société de portefeuille doivent être compensés à 100 pour cent par les frais de gestion et être divulgués selon la pratique habituelle ».³ La position antérieure de l'ILPA était simplement que les compensations de frais devaient profiter au fonds. Même si c'est tout à fait habituel que les frais soient compensés à 100 pour cent, tout se complique quand on entre dans les détails. Il est possible, par exemple, que soit soulevée la question des commanditaires, comme le promoteur, qui ne paient pas de frais de gestion. Comme ces commanditaires ne paient pas de frais de gestion, ils ne tireraient aucun avantage d'une compensation des frais à 100 pour cent. Une autre façon de procéder consisterait à répartir théoriquement une partie proportionnelle des compensations de frais entre tous les commanditaires, y compris ceux qui ne paient pas de frais de gestion, afin d'éviter que la compensation ne fausse les chiffres entre les commanditaires.
- **Frais de la société en commandite.** Les Principes 3.0 de l'ILPA ont attiré l'attention sur le type de dépenses qu'il conviendrait d'imputer à un fonds. Par exemple, un fonds agissant selon les Principes 3.0 de l'ILPA serait autorisé à imputer au fonds les frais d'un administrateur tiers à condition que les commanditaires aient approuvé la désignation d'un administrateur tiers. En outre, les frais de déplacement liés à la recherche d'une transaction, au réseautage et à un contrôle diligent « provisoire » devraient être à la charge du gestionnaire du fonds plutôt que du fonds même. Selon les Principes 3.0 de l'ILPA, les frais de déplacement liés à un placement potentiel ne peuvent être traités comme des frais de transaction à la charge du fonds qu'après que le placement potentiel a satisfait aux conditions initiales. Il est également stipulé dans ces Principes que les frais d'un contrôle diligent lié aux questions environnementales, sociales et de gouvernance (les « questions ESG »), à la gestion et aux obligations d'information devraient être à la charge du gestionnaire.
- **Plafonnement des indemnisations.** Il est recommandé dans les Principes 3.0 de l'ILPA que les frais d'indemnisation soient « plafonnés selon un certain pourcentage de la taille globale du fonds ».⁴ Si les promoteurs de fonds adoptent cette recommandation, le commandité du fonds serait tenu de prendre en charge les frais de réclamations importantes, comme les réclamations d'indemnisation présentées par des tiers contre le commandité à la suite de la vente d'une entreprise ou les réclamations présentées contre les responsables du fonds. Même si l'assurance déclarations et garanties peut, dans une certaine mesure, atténuer le risque associé à de telles réclamations pour ce qui est des fusions et acquisitions, les polices d'assurance déclarations et garanties comprennent habituellement des exclusions importantes à l'égard des réclamations environnementales et des réclamations connues au moment de la conclusion de la convention, notamment.

La transparence et la gouvernance exemplaire sont au centre des préoccupations

En plus des recommandations ayant trait aux modalités économiques, les recommandations suivantes, toutes axées sur la transparence et la gouvernance exemplaire, sont énoncées dans les Principes 3.0 de l'ILPA :

- les commandités devraient envisager d'établir et de maintenir en vigueur une politique concernant les questions ESG prévoyant des procédures et des protocoles vérifiables;
- tout changement concernant la propriété du gestionnaire du fonds, même minime, devrait être communiqué d'avance aux commanditaires;
- tous les conflits d'intérêts potentiels, y compris ceux qui sont expressément envisagés dans les conventions constitutives d'un fonds, devraient être réglés par le comité consultatif des commanditaires. L'ILPA a mentionné les investissements interfonds et les

opérations secondaires dirigées par le commandité comme étant particulièrement préoccupants à cet égard et a inclus dans les Principes 3.0 de l'ILPA des recommandations détaillées sur la façon dont les commandités devraient procéder pour minimiser les conflits liés à des opérations secondaires dirigées par le commandité;

- les exclusions prévues par les clauses d'indemnisation, concernant, par exemple, les cas de fraude, de négligence grave et d'inconduite volontaire, ne devraient pas être soumises à une condition de conséquence défavorable importante, ce qui aurait, selon l'ILPA, pour effet de réduire de façon inappropriée l'obligation fiduciaire envers les commanditaires;
- les promoteurs de fonds devraient chercher à « éviter la surconcentration sur de courtes périodes »;⁵ il importe de noter, cependant, que l'ILPA n'a pas recommandé d'inclure des dispositions sur l'échelonnement dans la convention de société en commandite. Il reste à voir si, dans le milieu des investisseurs, le principe de l'échelonnement sera bien accueilli, voire demandé plus fréquemment.

Quelle sera l'incidence sur vous des Principes 3.0 de l'ILPA, s'il en est?

Il serait facile de conclure que les Principes 3.0 de l'ILPA changeront de façon substantielle la négociation des modalités des fonds, compte tenu de l'ampleur des recommandations qu'ils comprennent. Mais pour reprendre une phrase du film *Retour vers le futur Partie III*, le « futur n'a pas encore été écrit ». ⁶ Les pratiques du marché diffèrent des recommandations antérieures de l'ILPA, et il est probable qu'elles continueront de le faire à l'avenir. À notre avis, il est essentiel de prendre en considération les Principes 3.0 de l'ILPA de façon raisonnée et contextuelle et en tenant compte du marché. Après tout, l'ILPA elle-même reconnaît que les principes ne doivent pas « être appliqués systématiquement, car la situation de chaque société en commandite doit être considérée séparément et globalement. Un ensemble unique de modalités et pratiques privilégiées ne peut tenir compte de la grande variabilité des produits, des stratégies et des préférences des investisseurs sur le marché à un moment donné, ni de chaque situation particulière ». ⁷

Les promoteurs de fonds de capital-investissement seraient bien avisés de se familiariser avec les Principes 3.0 de l'ILPA, qui contiennent un certain nombre de recommandations supplémentaires que nous n'avons pas résumées ci-dessus. Les promoteurs, en arrivant à la table des négociations, devraient être prêts à discuter des raisons pour lesquelles ils ont proposé certaines modalités pour un fonds qui diffèrent des Principes 3.0 de l'ILPA. Les investisseurs, pour leur part, devraient examiner les Principes 3.0 de l'ILPA en tenant compte du fonds en question, des pouvoirs de négociation relatifs des parties et de leurs propres priorités. Les Principes 3.0 de l'ILPA n'éviteront pas aux promoteurs de fonds ou à leurs investisseurs d'avoir à choisir leurs combats, mais leur donneront de nouveaux éléments à prendre en considération lorsqu'ils décideront de monter au combat.

¹ Principes 3.0 de l'ILPA, p. 10 (en anglais).

² « Subscription Lines of Credit and Alignment of Interests: Considerations and Best Practices for Limited and General Partners », en ligne au <https://ilpa.org/subscription-line-of-credit> (en anglais).

³ Principes 3.0 de l'ILPA, p. 13 (en anglais).

⁴ Principes 3.0 de l'ILPA, p. 21 (en anglais).

⁵ Principes 3.0 de l'ILPA, p. 22 (en anglais).

⁶ <https://www.imdb.com/title/tt0099088/characters/nm0000502> (en anglais).

⁷ Principes 3.0 de l'ILPA, p. 6 (en anglais).

Personnes-ressources : [Patrick G. Barry](#), [Sarbjit S. Basra](#), [Brooke Jamison](#), [Sébastien Thériault](#) et [Jeffrey Nadler](#)