

Extraits du Document de Référence 2015

1.3.2 LES COUTS DE GESTION DU PRIVATE EQUITY

LES COUTS DE GESTION DES FONDS DE PRIVATE EQUITY

Ils peuvent être regroupés en quatre catégories :

- Les honoraires de gestion annuels payés aux sociétés de gestion des fonds.
- Les honoraires de transaction et/ou de suivi des sociétés du portefeuille,
- Les frais spécifiques de fonctionnement des fonds,
- L'intéressement des gestionnaires à la performance des fonds appelé le carried interest.

1. Les honoraires de gestion annuels payés aux sociétés de gestion

- a) Les honoraires de gestion sont calculés sur les capitaux souscrits pendant la période dite d'investissement du fonds (5 à 6 ans) et ensuite pour les 4 à 5 années restantes soit sur la même assiette avec un taux dégressif, soit sur les capitaux investis (en prix de revient) avec un taux identique ou inférieur. Pendant la période d'investissement les taux pratiqués varient en fonction de la taille du fonds de 1,5% pour les grands fonds supérieurs à 3 milliards €, à 2% pour les fonds plus petits jusqu'à 1,5 - 2 milliards €.
- b) Ces honoraires de gestion couvrent l'ensemble des fonctions nécessaires à la bonne gestion du fonds à l'exception des frais de fonctionnement qui restent spécifiquement à la charge du fonds et qui viennent en sus des honoraires de gestion.

2. Les honoraires de transaction et/ou de suivi des sociétés du portefeuille

Ces honoraires sont facturés par les sociétés de gestion directement aux sociétés du portefeuille et n'apparaissent pas en comptabilité dans les coûts supportés par les fonds.

Les honoraires de transaction sont facturés au moment de l'acquisition et/ou de la cession d'une entreprise par le fonds et s'élèvent généralement à 1 ou 2% du montant global de la transaction. Les honoraires de suivi sont facturés annuellement sur une base forfaitaire.

Ces pratiques en termes de taux et d'assiette sont très diverses d'une société de gestion à une autre. La tendance lourde du marché actuel est que ces honoraires perçus directement des sociétés du portefeuille viennent en déduction des honoraires de gestion annuels payés par les fonds.

3. Les frais spécifiques de fonctionnement des fonds

Ils sont de trois ordres :

- Les frais de création du fonds qui peuvent atteindre plusieurs millions d'euros.
- Les frais de fonctionnement du fonds (dépositaire, commissaires aux comptes, coûts du « Board of Advisers » et de l'assemblée annuelle, frais juridiques, assurances, frais d'administration et de comptabilité etc.).
- Les « abort fees » : ce sont les frais engagés pour faire les due diligences sur les opportunités d'investissement (audit en tout genre, comptable, stratégique, humain, environnemental, fiscal, légal, etc.) sur les dossiers qui ne se traduisent pas par un investissement pour quelque raison que ce soit. Pour les dossiers qui aboutissent, les frais engagés sont inclus dans le prix de revient des investissements et n'apparaissent pas de ce fait en lecture directe dans les frais supportés par le fonds, bien que ce soit in fine le fonds qui les supporte.

4. Le carried interest

Le carried interest se définit comme l'intéressement des gestionnaires d'un fonds de private equity à la performance du fonds. Il s'agit de la part des gains réalisés par le fonds qui revient à ses gestionnaires, en général 20% des plus-values réalisées au-delà d'un TRI annuel minimum (ou hurdle rate) qui est le plus souvent de 8%, après prise en compte des frais de gestion. Si le TRI minimum n'est pas atteint, aucun carried interest n'est dû. Si le TRI minimum est atteint, alors le carried interest est dû sur l'intégralité des plus-values nettes des frais de gestion.

Il y a aujourd'hui deux grandes pratiques :

- **La pratique américaine** qui calcule le carried interest « investissement par investissement » c'est-à-dire qu'un investissement perdant ne vient pas s'imputer sur un investissement gagnant.
- **La pratique européenne** qui calcule le carried sur l'ensemble du fonds, les investissements perdants venant en déduction des investissements gagnants.

Cas particulier des fonds de fonds de Private Equity

Ces fonds supportent des coûts à deux niveaux :

- Les coûts directs, à savoir les quatre catégories de coûts comme indiqué ci-dessus, avec des taux pratiqués pour les honoraires de gestion et le carried interest significativement inférieurs à ceux des fonds qui investissent en direct.
- Les coûts indirects, c'est-à-dire les coûts supportés par les fonds dans lesquels le fonds de fonds a investi.

Comptablement les fonds de fonds ne font apparaître que les coûts directs, les coûts indirects sont pris en compte dans la performance nette des fonds sous-jacents.

Non-homogénéité des sociétés cotées de *Private Equity*

Les sociétés cotées de *Private Equity* sont des structures qui n'ont pas de limitation de vie dans le temps contrairement aux fonds qui ont une durée de vie de 10 ans en général et qui ont vocation à s'auto-liquider.

Ces sociétés sont amenées naturellement à faire évoluer leur stratégie d'investissement et leurs modes de fonctionnement dans le temps. Comme les investissements se font dans des entreprises non cotées avec un horizon de long terme, les périodes de transition sont très longues pour passer d'une configuration A (résultant de la stratégie initiale) à une configuration B (traduction de la nouvelle stratégie).

Enfin, l'origine des sociétés cotées de *Private Equity* est très diverse : holding traditionnelle ou sociétés financières qui ont opté pour le modèle *Private Equity*, sociétés créées par des sociétés de gestion spécialisées dans la gestion de fonds de *Private Equity*, etc.

Alors que les fonds de *Private Equity* peuvent être, selon leurs stratégies, classés dans des catégories bien identifiées, et à l'intérieur de chaque catégorie sont généralement très comparables entre eux sous tous leurs aspects, il n'en va pas de même pour les sociétés cotées. Celles-ci sont beaucoup moins nombreuses que les fonds, et sont en général plus hybrides :

- dans leurs modes de fonctionnement (sociétés autogérées c'est-à-dire que les équipes de gestion sont salariées de la structure cotée, ou des sociétés qui sont gérées comme des fonds par une société de gestion),
- dans leurs processus d'investissements : investissements directs dans les sociétés, investissement au travers de leurs propres fonds qui accueillent d'autres investisseurs en sus de la société cotée, investissements au travers de fonds gérés par des tiers ; sachant que ces trois processus peuvent cohabiter ;
- dans la façon dont les équipes de gestion sont rémunérées (mode de calcul des honoraires de gestion et du *carried interest*). L'assiette servant de base de calcul pour les honoraires de gestion est très hétérogène : capitaux souscrits, montants bruts investis, situation nette sociale, etc., avec des taux qui peuvent varier en fonction de la nature des investissements. Il en est de même pour le calcul du *carried interest*.
- Enfin dans la façon de comptabiliser les opérations.

Catégories de frais de gestion

On retrouve, tout d'abord, les quatre mêmes catégories de coûts que celles des fonds de *Private Equity*, avec dans la catégorie des frais spécifiques de fonctionnement des coûts en général plus élevés du fait de la cotation ;

et deux catégories de coûts supplémentaires :

- Les frais financiers : contrairement aux fonds de *Private Equity* qui laissent la responsabilité de la gestion de la trésorerie à leurs investisseurs, les sociétés cotées doivent assurer la gestion de la trésorerie avec les coûts et les risques afférents. A minima les structures doivent mettre en place des lignes de crédit pour faire face à des décalages qui peuvent se produire dans le temps entre produits de cession et investissements.
- Les impôts et taxes : la plupart des fonds sont transparents du point de vue fiscal. Il n'en est pas de même pour les sociétés cotées même si la plupart des acteurs utilisent des régimes fiscaux favorables (Trusts britanniques, SCR en France, sociétés luxembourgeoises ou localisées dans les îles anglo-normandes).

Les sociétés autogérées qui emploient les équipes de gestion et supportent tous les coûts liés aux processus d'investissement, de création de valeur et de désinvestissement, ne paient pas d'honoraires de gestion par définition. De même le « carried interest » attribué aux équipes prend des formes très variées (bonus, actions gratuites, stock options, etc.).

Choix comptables et transparence des coûts

Pour les sociétés qui investissent une partie de leurs actifs au travers de fonds, deux grands choix comptables sont possibles :

- a. La présentation des comptes en **transparence totale**, en faisant comme si les investissements effectués au travers des fonds tiers étaient effectués en direct, et donc en présentant la performance brute des investissements d'une part et l'ensemble des coûts¹ d'autre part, aussi bien ceux supportés en direct par la structure cotée que ceux supportés par les fonds sous-jacents.
- b. La présentation de la performance des investissements faits au travers des fonds **en net**, c'est-à-dire après déduction des frais de gestion et du carried interest supportés par ces fonds. Ces sociétés ne font donc apparaître dans leurs comptes :
 - que les honoraires de gestion prélevés au niveau de la société cotée,
 - les frais propres à la structure cotée,
 - le carried interest éventuel payé par la société cotée.
 En conséquence, les frais supportés par les fonds sous-jacents ainsi que le carried payé par ces fonds n'apparaissent pas en lecture directe dans les comptes de la société cotée.
- c. Nonobstant ce qui précède, les sociétés qui investissent une partie de leurs actifs au travers de fonds qu'elles gèrent directement, par opposition aux fonds gérés par des tiers :
 - font apparaître l'intégralité des coûts de ces fonds dans leurs comptes si elles investissent au travers de fonds dédiés, qu'elles consolident
 - soit une partie de ces coûts comme les honoraires de gestion qui peuvent ne figurer que dans les notes annexes aux états financiers.

Comparaison des coûts de gestion

Pour un actionnaire qui souhaite **comparer les coûts totaux de gestion** des diverses sociétés cotées, c'est aujourd'hui un exercice extrêmement difficile faute de transparence sur l'ensemble des coûts : Altamir étant comme indiqué ci-après une exception.

¹ Aussi bien les frais de gestion que le carried interest

Même la **comparaison des coûts directs** nécessite de bien comprendre la nature de l'activité exercée (investissements directs ou investissements au travers de fonds), le poids respectif de ces deux modes d'investissements s'ils cohabitent, et enfin les structures juridiques et les méthodes comptables utilisées.

Dans l'hypothèse où les coûts totaux ou directs des sociétés que l'on souhaite comparer ont pu être appréhendés, une dernière question demeure :

quel dénominateur utiliser pour comparer les frais d'une structure à une autre ?

a) Quel dénominateur utiliser pour l'approche par les coûts totaux :

Le ratio: $\frac{\text{Total des coûts}}{\text{Actif Net Réévalué}}$ n'est pas pertinent

à partir du moment où on intègre dans le total des coûts les honoraires de gestion payés au niveau des fonds sous-jacents. En effet, comme ces honoraires de gestion sont calculés sur les capitaux souscrits dans ces fonds, et qu'il y a un très fort décalage dans le temps, en général trois à quatre ans, pour déployer ces capitaux et un délai minimum de deux ans pour qu'un investissement commence à s'apprécier, il en résulte que les coûts s'accroissent alors que l'ANR pendant deux ou trois ans ne s'accroît pas du fait de ces investissements (la fameuse courbe en J).

De ce fait, nous préconisons de choisir le ratio utilisé pour comparer les frais des fonds de Private Equity qui investissent en direct, à savoir :

Le ratio : $\frac{\text{Total des coûts.}}{\text{Capitaux souscrits et investis}}$

L'utilisation de ce ratio pour une société cotée de Private Equity nécessite deux ajustements :

- a) Du total des coûts doivent être retranchés les frais financiers et les impôts et taxes (spécifiques aux sociétés cotées de Private Equity, voir ci-dessus). *Cet ajustement n'est pas nécessaire si on compare uniquement des sociétés cotées de Private Equity entre elles.*
- b) Pour le calcul du dénominateur, il faut ajouter aux capitaux souscrits dans les fonds le montant des investissements directs au prix de revient. Enfin comme les capitaux souscrits peuvent varier en cours d'exercice, il faut prendre, si c'est le cas, la moyenne début d'exercice – fin d'exercice.

b) Quel dénominateur utiliser pour l'approche par les coûts directs uniquement

Le ratio adéquat à utiliser est : $\frac{\text{Total des coûts directs}}{\text{ANR moyen}}$

l'ANR moyen étant la moyenne de l'ANR d'ouverture et de clôture.

1.3.4 LES COUTS DE GESTION D'ALTAMIR

A – Caractéristiques d'Altamir

- Altamir est gérée par son gérant Altamir Gérance, qui est également l'Associé Commandité. Altamir Gérance est conseillée pour ses investissements par Apax Partners SA. Altamir n'a pas de salariés.
- Les coûts de gestion d'Altamir sont :
 - o les honoraires de gestion annuels,
 - o ses frais spécifiques de fonctionnement,
 - o l'intéressement à la performance : le carried interest.

Altamir comme Apax Partners SA, Apax Partners MidMarket et Apax Partners LLP ont eu depuis leur création comme politique de déduire du montant des honoraires de gestion facturés aux fonds les honoraires de transaction et de suivi facturés directement aux sociétés du portefeuille.

- Le processus d'investissement d'Altamir est dans une phase de transition. Depuis sa création en 1995 jusqu'en 2011 Altamir co-investissait aux côtés des fonds gérés par Apax Partners SA. Depuis cette date Altamir investit essentiellement au travers des fonds gérés par Apax Partners MidMarket et Apax Partners LLP. Ces fonds sont des fonds tiers dans la mesure où Altamir Gérance n'a aucun lien économique avec ces deux sociétés de gestion.
Au 31 décembre 2015, les investissements directs représentent encore 64% du portefeuille en juste valeur et les investissements au travers des fonds 36%. Dans trois ou quatre ans, la phase de transition devrait être terminée et les investissements au travers des fonds devraient représenter plus de 80% de l'Actif Net Réévalué.
- Du fait du changement de politique intervenu en 2011, Altamir a donc des coûts à deux niveaux :
 - o les coûts directs ;
 - o et les coûts indirects, c'est-à-dire les coûts des fonds Apax France VIII-B et Apax VIII LP au travers desquels Altamir investit.
- Au plan comptable, Altamir a fait le choix de la transparence totale comme décrite au chapitre 1.3.2, contrairement à la quasi-totalité des autres sociétés cotées qui ont fait le choix de la présentation de la performance de leurs investissements indirects en net.

B – Coûts de gestion

- **Les coûts indirects** c'est-à-dire les coûts que supportent Altamir pour ses investissements au travers des fonds Apax France VIII et Apax VIII LP sont identiques à ceux que paient tous les autres investisseurs dans ces fonds et sont donc aux conditions de marché à la date à laquelle ces fonds se sont créés. Il en sera de même pour les futurs fonds dans lesquels Altamir investira.

Les honoraires de gestion et le carried interest pour les fonds Apax France VIII (B) et Apax VIII (LP) ont été payés ou comptabilisés en 2015 sur la base des barèmes indiqués ci-après.

Les honoraires de gestion payés en 2015

Fonds	Honoraires de gestion
Apax France VIII (B)	2% TTC sur les capitaux souscrits pendant la période d'investissement
Apax VIII (LP)	1,5% TTC sur les capitaux souscrits pendant la période d'investissement

Carried interest comptabilisé en 2015

Apax France VIII (B) et Apax VIII (LP)	20% des plus-values réalisées ou latentes au-delà d'un TRI annuel minimum de 8% (hurdle rate) après prise en compte des frais de gestion et à compter du premier euro
---	--

*Altamir a choisi comme politique comptable de comptabiliser la dette potentielle de carried interest même si une année donnée le hurdle rate n'est pas atteint.
Au 31.12.2015, les deux fonds avaient un TRI supérieur au hurdle rate.*

- **Les coûts directs**

Au 31 décembre 2015, 64% du portefeuille en juste valeur est constitué par des investissements directs correspondant aux investissements effectués antérieurement au changement de politique intervenu en 2011. Le mode de rémunération du gérant est identique à celui qui prévalait avant 2011, aussi bien pour les honoraires que pour le partage des bénéfices avec un mécanisme correcteur pour exclure des assiettes de calcul les investissements et les gains en provenance des investissements effectués au travers des fonds.

Bases de calcul des honoraires de gestion

L'assiette retenue est celle de la situation nette sociale qui diffère de l'Actif Net Réévalué car elle ne prend pas en compte les plus-values latentes. Le taux est de 2% HT par an (1% par semestre).

Sur la période 2005-2015, la situation nette sociale qui a servi de base au calcul des honoraires de gestion payés à Altamir Gérance est inférieure aux montants des capitaux souscrits, qui auraient servi de base de calcul si Altamir avait investi au travers des fonds et non en direct.

A titre d'exemple : si Altamir avait investi au travers du fonds Apax France VII en octobre 2006 au lieu de co-investir à ses côtés, le montant souscrit par Altamir dans ce fonds étant de 400 M€, les honoraires de gestion hors taxes prélevés au niveau du fonds se seraient élevés respectivement à 7 037 000€² en 2014 et 7 408 000€² en 2015 à comparer aux honoraires payés par Altamir de €7 024 000 et €7 016 000 qui incluent une quote-part de rémunération sur les capitaux investis au travers des fonds.

Bases de calcul du carried interest

Conformément aux usages de l'industrie du Private Equity, l'équipe de gestion perçoit statutairement 20% des gains nets (le carried interest) ; les 20% se répartissent comme suit : 2% pour l'associé commandité et 18% pour les titulaires d'actions B qui sont les membres de l'équipe de gestion.

² Les montants correspondent à la moyenne annualisée sur la durée de vie du fonds

Depuis la création d'Altamir, le carried interest est calculé sur la base du résultat net social retraité. Ce résultat prend en compte les plus-values réalisées et les moins-values latentes (dépréciation sur titres) mais ne prend pas en compte les plus-values latentes contrairement au résultat IFRS qui est utilisé pour établir l'Actif Net Réévalué (ANR).

Le résultat net social retraité ne prend pas en compte les produits financiers générés par les placements de trésorerie ainsi que les gains résultant des investissements effectués au travers des fonds Apax France VIII et Apax VIII LP. Il prend en compte par contre la somme des résultats négatifs retraitée des exercices antérieurs si ceux-ci n'ont pas été déjà apurés.

Dans le cadre du changement de politique intervenu en 2011, les porteurs d'actions B et le commandité ne perçoivent pas de carried interest sur les investissements réalisés au travers des fonds Apax France VIII-B et Apax VIII LP et les fonds futurs.