

## COMMENT ÉVITER OU PALLIER UN MANQUE DE LIQUIDITÉS POUR UN FONDS



*par Xavier Comaills, Partner,  
Clifford Chance LLP*

**C L I F F O R D  
C H A N C E**

**D**epuis le mois de mars 2020, le rythme de certains *fundraising* a pu être perturbé par l'incertitude sanitaire et économique impactant les principaux pourvoyeurs de capitaux privés auprès de la sphère des fonds d'investissement de *private equity*. Certaines levées de fonds se sont ainsi vues décalées dans le temps ou d'autres sensiblement ralenties. D'une part, un tel constat n'est absolument pas généralisé et d'autre part il n'impacte qu'un nombre relativement limité de situations.

Toutefois, certaines réflexions ou états des lieux ont pu être menés en vue de se préparer à un éventuel manque de liquidités. Nous avons, au gré de nos expériences, rassemblé quelques situations et avons concrètement réfléchi à des solutions ou des prises de mesures par anticipation.

### **Optimiser la gestion de la trésorerie du Fonds et la capacité d'investissement**

Il existe dans les fonds d'investissement dont les modalités de gestion du cash sont particulièrement souples comparées à une société, un certain nombre de mesures préventives de nature à optimiser les ressources de liquidités. D'une part, les frais de gestion payés à la société de gestion peuvent être, à partir d'une certaine époque, financés par les produits reçus du portefeuille du Fonds, soit dès réception du cash correspondant soit par rappel de distributions effectuées de façon provisoires et notifiées comme telles par la société de gestion à ses investisseurs. Par ailleurs, il est usuellement prévu que la société de gestion puisse recycler une partie des produits reçus aussi longtemps que le montant agrégé effectivement investi par le Fonds ne dépasse pas un certain pourcentage des souscriptions to-

tales du Fonds (entre 100% et 120% selon les stratégies d'investissement). La vertu de cette pratique est que la totalité, voire un peu plus que les sommes destinées à être investies, soient effectivement mises au travail. Aussi longtemps que la limite reste dans les normes de marché, le profil de risque du Fonds n'est pas spécifiquement accru.

### **Utilisation des co-investissements**

Au-delà du fait qu'un nombre croissant d'investisseurs privés manifestent un réel intérêt pour bénéficier des opportunités de co-investissement pouvant être offertes par les gérants de fonds d'investissement, l'utilisation des co-investissements peut permettre dès l'ouverture de la période d'investissement de rationaliser les ressources d'investissement futures. Toutefois, le co-investissement n'est pas nécessairement adapté à tous les investissements et n'a pas vocation à être utilisé tardivement mais il reste néanmoins un des moyens d'optimisation des ressources financières du fonds d'investissement, prisé par les investisseurs lorsqu'il est offert sans frais de gestion et/ou sans prélèvement de *carried interest* (les pratiques de marché sont variables).

### **L'emprunt du fonds d'investissement auprès d'un établissement de crédit**

Il est de coutume depuis quelques années que les fonds d'investissement aient recours à des lignes de crédit généralement consenties par le dépositaire du fonds pour des raisons pratiques relatives aux suretés prises par le prêteur. Une telle ligne de crédit implique un remboursement à court terme (moins de douze mois au plus tard) par appels de fonds auprès des souscripteurs et doit être en permanence couverte par la capacité d'appel de fonds de la société

de gestion à l'endroit des investisseurs. En règle générale, une telle ligne de crédit n'est utilisée que pendant le cycle d'investissement du fonds (5 ans sur les 10 ou 12 ans de vie prévus contractuellement) et ne dépasse généralement pas 40% du montant total des souscriptions reçues. Mais cette structure de financement ne permet pas de résoudre les éventuels problèmes de liquidités qu'un fonds rencontre en général au cours des dernières années de sa durée de vie. Nous voyons émerger très progressivement et depuis peu, des structures de financement proposées par des établissements de crédit assises non plus sur la capacité d'appel de fonds mais sur la valeur des actifs en portefeuille. Une telle solution représente généralement entre 10% et 15% maximum de la valeur de l'actif net du fonds et son coût pour le fonds (sans être prohibitif) est supérieur à celui de la ligne de crédit évoquée ci-avant. Par ailleurs, la société de gestion devra vérifier si son agrément (AMF pour les AIFM français) lui permet de faire usage de levier dans les fonds qu'elle gère, dans la mesure où la créance de prêt n'est plus couverte par la capacité d'appel de fonds auprès des souscripteurs. Enfin, une revue juridique du règlement ou des statuts du fonds (et des accords annexes) sera indispensable pour vérifier la capacité du fonds à y souscrire et une communication avec les investisseurs sera recommandée afin de pouvoir vérifier si l'instauration d'un effet de levier (même mineur) est susceptible de les impacter réglementairement.

### L'augmentation de la taille du fonds ou le recours aux titres de préférence

L'augmentation de la taille du Fonds par augmentation de capital est une solution théoriquement disponible mais exigeant un large consensus des investisseurs et notamment de ceux ne souhaitant pas ou ne pouvant pas participer à cette augmentation de capital au sein du fonds d'investissement, dans la mesure où ceux ne participant pas se retrouveraient mécaniquement dilués. Le profil de risque du fonds ne serait toutefois pas altéré dans la mesure où aucune part ou action de préférence n'est émise au bénéfice des participants à l'augmentation de capital (investisseurs existants ou nouveaux investisseurs). Une telle opération exigera une consultation des investisseurs et un vote en général à la majorité qualifiée pour adapter la documentation juridique existante (création d'une période de souscription additionnelle, ajustement éventuel des frais de gestion relatifs aux nouvelles souscriptions).

Existe enfin une autre solution à notre connaissance encore peu utilisée sur le marché français. Il s'agit de l'émission au bénéfice d'un tiers investisseur d'une classe de part de préférence ayant vocation à recevoir un dividende précipitaire avant que les investisseurs d'origine ne puissent recommencer de percevoir aux côtés de ce nouvel investisseur leur quote-part des revenus du fonds selon un ordre de distributions renégocié. Un tel schéma représenterait un coût supérieur aux lignes de crédit précédemment évoquées mais permettrait un financement complémentaire un peu plus large. Enfin, le profil de risque des investisseurs d'origine serait augmenté en fonction des conditions financières de l'opération. Les ajustements de la documentation juridique existante seraient très significatifs et la réunion d'un large consensus auprès des investisseurs existants, indispensable à la mise en place de l'opération.

C L I F F O R D  
C H A N C E

### CLIFFORD CHANCE, LE CABINET D'AVOCATS D'AFFAIRES INTERNATIONAL DE RÉFÉRENCE POUR LES GRANDES ENTREPRISES MONDIALES D'AUJOURD'HUI ET DE DEMAIN

Le cabinet vous conseille et vous accompagne sur vos opérations stratégiques à travers le monde :

- Fusions & Acquisitions
- Restructurations
- Private Equity
- Equity Capital Markets
- Privatisations
- Pacte d'actionnaires et joint ventures
- Management package et schémas d'intéressement
- Accords de coopération
- Gouvernance
- Contrats commerciaux

International Law Firm of the Year – IFLR Europe Awards 2020

M&A Team of the Year - IFLR Europe Awards 2020

France M&A Legal Adviser of the Year – Mergermarket Europe M&A Awards 2018

Europe Law Firm of the Year – Chambers Europe Awards 2018

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Suivez Clifford Chance Paris sur  