

Perspectives sur le financement de fonds : occasions et défis

SEPTEMBRE 2024



Examen des avantages, des risques et des caractéristiques potentiels d'une catégorie d'actifs en expansion sur le marché du crédit privé de première qualité

Le financement de fonds, une catégorie qui comprend des stratégies comme les prêts sur la valeur de l'actif net, est devenu un outil que les gestionnaires d'actifs à la recherche de financement pour atteindre leurs objectifs de placement utilisent de plus en plus. De même, ces stratégies procurent aussi des avantages potentiels aux investisseurs institutionnels.

Par conséquent, les investisseurs en crédit privé de première qualité peuvent se trouver exposés à ces stratégies de financement. C'est pourquoi il est de plus en plus important de mieux comprendre les avantages et les risques potentiels de ces structures de placement complexes, peu liquides et dynamiques.

Définition et évolution d'une catégorie d'actifs en plein essor

Avant d'aborder en détail les avantages et les risques potentiels du financement de fonds, nous voulons d'abord définir cet univers de placement. En gros, le financement de fonds peut être décrit comme une forme de financement soutenue par une combinaison de l'actif et des flux de trésorerie d'un fonds de placement et de sa capacité à faire un appel de fonds à ses commanditaires. À titre d'emprunteurs, les gestionnaires d'actifs peuvent vouloir ce type de financement pour atteindre différents objectifs. Par exemple : i) optimiser la gestion des flux de trésorerie et les processus de déploiement de capitaux pour un fonds et ses commanditaires; ii) améliorer les rendements grâce à l'effet de levier; et iii) générer des liquidités aux fins d'investissement supplémentaire dans le portefeuille ou de distribution aux commanditaires.

Du côté du prêteur, les stratégies de financement de fonds ont encore évolué pour intégrer des caractéristiques et des structures d'investissement qui peuvent être plus attrayantes pour les investisseurs institutionnels. De ce point de vue, le financement de fonds peut être perçu comme un segment qui se veut un juste milieu entre les titres de créance de sociétés et les produits titrisés adossés à des créances, qui intègre plusieurs des plus intéressantes caractéristiques de ces deux marchés.

Les opérations de financement de fonds présentent des caractéristiques qui les rendent attrayantes sur le plan de la gestion du risque et des perspectives de rendement :

- **Soutien au crédit à plusieurs paliers** – Les facilités de financement de fonds peuvent bénéficier d'un soutien au crédit à plusieurs paliers. Par exemple, les flux de trésorerie des actifs sous-jacents, la valeur de garantie des actifs (qui peuvent être vendus pour générer un produit distribuable) et, éventuellement, les garanties du gestionnaire d'actifs. Le soutien découlant de ces sources de valeur est renforcé par d'autres sources de surdimensionnement, comme les créances de second rang, qui absorbent les pertes en premier lieu, et l'écart entre le coût de financement et le rendement des flux de trésorerie des actifs, qui peut être affecté aux prêteurs en cas de manquement à un engagement ou en cas de défaillance. Si

elles sont bien intégrées dans la structure de l'opération, ces caractéristiques peuvent générer un profil de risque attrayant.

- **Diversification** – Les garanties habituellement utilisées dans les facilités de financement de fonds sont constituées de nombreux actifs individuels combinés pour créer une source diversifiée de flux de trésorerie. En général, les opérations intègrent des mécanismes visant à garantir le maintien du niveau de diversification souhaité, de sorte qu'aucun actif individuel ne puisse avoir de répercussions disproportionnées sur le résultat d'un placement.
- **Clauses restrictives et ordre de préférence des flux de trésorerie** – Grâce aux clauses restrictives fondées sur le ratio prêt/valeur et aux transferts de trésorerie, les prêteurs peuvent avoir la priorité sur les flux de trésorerie, ce qui les aide à s'assurer de rester à leurs niveaux cibles de ratio prêt/valeur, qui, souvent, diminuent au fur et à mesure du cycle de vie du prêt. D'autres mesures, comme les limites de concentration, le nombre minimal d'actifs, la couverture des intérêts et les niveaux d'endettement associés aux actifs sous-jacents peuvent aussi aider à surveiller et maintenir la qualité des garanties.
- **Réelle autonomie patrimoniale** – Les garanties associées aux opérations de financement de fonds bénéficient souvent de la séparation juridique du gestionnaire d'actifs. Les actifs sont habituellement affectés à une entité ad hoc, sur laquelle les prêteurs ont un droit prioritaire. Le rendement de ces actifs est séparé des risques ou des enjeux secondaires associés à d'autres actifs ou fonds gérés par le gestionnaire d'actifs. Cette séparation juridique présente plusieurs avantages, notamment : i) possibilité de structurer et de déterminer correctement la priorité des flux de trésorerie ainsi que les garanties connexes; ii) possibilité de régler le défaut de paiement plus rapidement en raison du droit clairement établi du prêteur sur les actifs; et iii) réduction au minimum des risques de propagation associés au gestionnaire d'actifs dans d'autres parties de ces activités.

- **Risque de refinancement/risque extrême moindres** – Les opérations de financement de fonds tentent généralement de faire correspondre le profil de flux de trésorerie des actifs avec l'échéance de la facilité de crédit. Elles le font aussi en intégrant des mécanismes permettant d'éviter les situations où des actifs difficiles à monétiser constituent la seule source de remboursement accessible aux prêteurs à l'approche de l'échéance d'une facilité. Par conséquent, la plupart des opérations sont conçues pour être totalement amorties à l'échéance, ce qui élimine le risque de refinancement.
- **Prime de complexité et valeur relative** – Investir sur le marché du financement de fonds requiert une expertise sur plusieurs plans. Les investisseurs doivent savoir non seulement évaluer les actifs individuels, mais aussi le risque de crédit au niveau du portefeuille, les structures ou mécanismes des fonds de prélèvement et les marchés de crédit structuré en général, afin de gérer et d'évaluer le risque de manière appropriée. Cette complexité restreint le bassin d'investisseurs potentiels, ce qui permet à ceux qui possèdent l'expertise nécessaire d'obtenir des rendements attractifs.

Principaux types de facilités de financement de fonds

Bien que l'univers des stratégies de financement de fonds soit vaste et en évolution, nous avons relevé trois solutions de base que les investisseurs institutionnels verront de plus en plus :

1.

Financement des prêteurs

2.

Marges de souscription

3.

Prêts sur la valeur de l'actif net

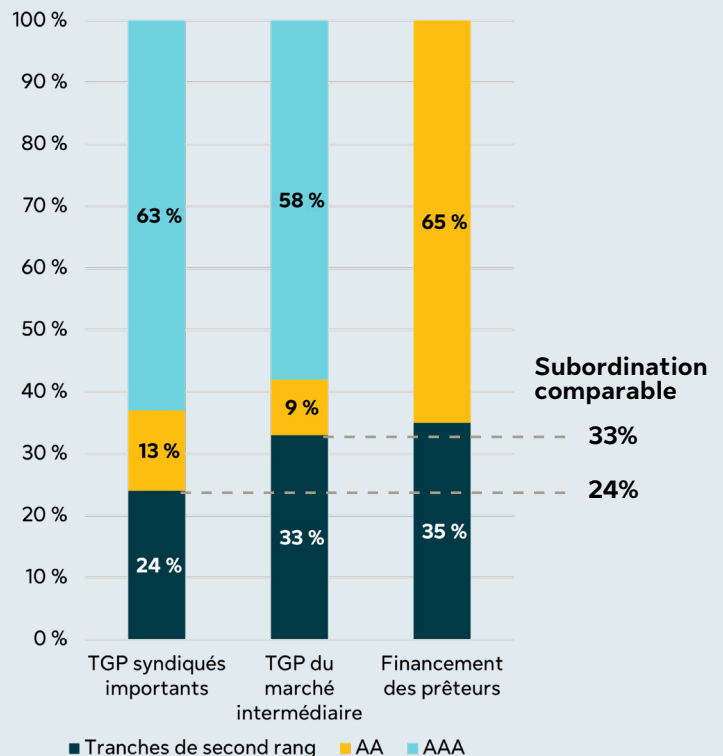
1. Financement des prêteurs

Ce sont des facilités de crédit garanties par des portefeuilles diversifiés de prêts privés. Ces facilités sont souvent renouvelables de nature et requièrent habituellement une subordination des capitaux propres d'au moins 30 % à 40 % de la valeur totale des actifs. Les facilités de financement des prêteurs bénéficient d'un certain nombre d'améliorations structurelles, notamment les suivantes :

- Subordination des capitaux propres importante
- Exigences minimales de diversification
- Priorité sur les versements de capital et d'intérêts dans le portefeuille
- Mécanismes servant à exclure/écarter les prêts moins performants des garanties

Nous pouvons comparer ces facilités aux tranches AAA/AA des titres garantis par des prêts (TGP), car elles bénéficient d'un taux de surdimensionnement comparable ou supérieur, comme le montre le graphique ci-dessous. Toutefois, les opérations de financement de prêteurs privés comportent aussi des mécanismes supplémentaires favorables aux prêteurs dont les TGP ne bénéficient pas, comme la surveillance et la gestion actives des garanties pour en maintenir la qualité. Cette caractéristique permet de générer des rendements supérieurs aux tranches équivalentes des TGP syndiqués importants.

Subordination – Tranches des TGP et financement des prêteurs



Sources : Estimations du marché basées sur les données de Natixis, de la Banque Scotia et de Bloomberg, en date de janvier 2024.

2. Marges de souscription

Cette catégorie, également appelée facilités d'appel de capital, concerne des facilités de crédit garanties par les engagements de capital non utilisés des commanditaires. Ces engagements sont principalement utilisés par les fonds pour uniformiser le processus d'appel de capital et, dans certains cas, améliorer le taux de rendement interne du fonds. Un gestionnaire de fonds utilise une marge de souscription pour financer des placements, ce qui élimine le besoin d'effectuer un appel de capital auprès de ses commanditaires jusqu'à ce que la marge de souscription doive être remboursée. La principale forme de protection des prêteurs est le droit, en cas de défaillance, d'obliger le commandité à effectuer un appel de capital auprès des commanditaires pour rembourser la dette. Voici d'autres types de protections des prêteurs intégrées dans ce genre de facilités de crédit :

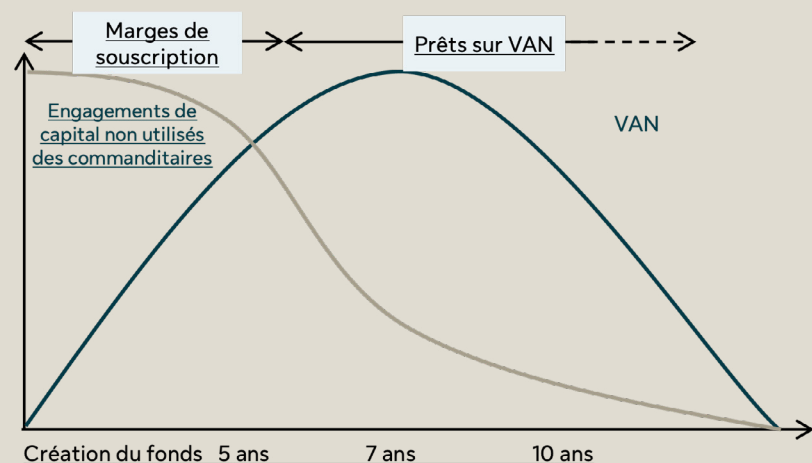
- Clauses restrictives (p. ex., ratio engagements de capital non utilisés/dette en souffrance, et tests de valeur pour mesurer la dette en souffrance par rapport à la valeur des actifs)
- Contrôle du prêteur sur les comptes bancaires détenant les fonds empruntés
- Possibilité de bloquer les distributions versées aux commanditaires si la dette est en souffrance
- Attribution d'autres droits du commandité aux prêteurs, incitant ainsi fortement les commanditaires à régler les défaillances et les commandités, à faciliter ce règlement.

Les principaux points à considérer dans l'évaluation d'une marge de souscription sont les suivants : la qualité du crédit du commanditaire sous-jacent, la diversité et la concentration de la base du commanditaire, le taux de surdimensionnement et la qualité du gestionnaire de fonds.

3. Prêts sur la valeur de l'actif net

Les prêts sur la valeur de l'actif net (« prêts sur VAN ») sont une solution de financement émergente et en plein essor qui répond à plusieurs besoins de capital des sociétés de capital-investissement (à titre d'emprunteurs), dont le financement des placements en portefeuille, le refinancement de la dette des sociétés en portefeuille et le financement des distributions versées aux commanditaires. Les prêts sur VAN sont garantis par les flux de trésorerie et la valeur des actifs sous-jacents du fonds. Ainsi, selon nos observations et l'activité du marché, les prêts sur VAN conviennent habituellement mieux aux fonds à un stade plus avancé de leur existence, lorsque la VAN accumulée dans le fonds est suffisante pour être mise en gage auprès des prêteurs. C'est ce qu'illustre le graphique suivant :

La VAN des fonds de capital-investissement est généralement suffisante pour les prêteurs à un stade avancé du cycle de vie des fonds



Graphique à titre indicatif seulement.

Les prêts sur VAN sont remboursés à même le produit de la vente ou la réalisation des placements sous-jacents du fonds. D'autres caractéristiques distinctives comprennent les ratios prêt/valeur prudents et les mécanismes de transfert de trésorerie, qui offrent une protection contre le risque de baisse grâce à des caractéristiques d'amélioration du crédit et d'accélération du remboursement. Les prêts sur VAN comportent aussi des limites de concentration et des critères d'admissibilité qui permettent d'assurer la diversification et la grande qualité des actifs sous-jacents.



On peut classer les prêts sur VAN en deux catégories générales : prêts sur la VAN d'un seul fonds et prêts sur la VAN de plusieurs fonds.

- Prêts sur la VAN d'un seul fonds – Financement accordé à un seul fonds. Le prêt est généralement adossé à 5 à 20 sociétés de portefeuille ou plus et le ratio prêt/valeur se situe dans une fourchette de 10 à 20 %.
- Prêts sur la VAN de plusieurs fonds – Financement accordé à des fonds de capital-investissement axés sur des fonds secondaires, ainsi qu'à des portefeuilles de commanditaires ou à des fonds de fonds. Le titre représente la participation du commanditaire dans plusieurs fonds uniques. Le prêt peut être adossé à des dizaines voire des milliers de sociétés individuelles. Ce type de prêt bénéficie de flux de trésorerie potentiellement plus stables et prévisibles grâce à la diversification du portefeuille et des années de création, de sorte que le ratio prêt/valeur peut être plus élevé (de 35 % à 50 %) avec des coupons payés au comptant.

Risques, défis et autres enjeux importants

Le marché du financement de fonds offre aux investisseurs la possibilité de produire des rendements attrayants par comparaison avec les prêts aux sociétés traditionnels. En plus des facteurs macroéconomiques qui ont un impact sur les investisseurs en crédit, d'autres facteurs doivent être pris en compte pour le financement de fonds :

- **L'ampleur des stratégies entraîne des risques uniques en leur genre** – Bien que toutes les stratégies de financement de fonds visent essentiellement à aider les gestionnaires d'actifs à gérer les capitaux de manière plus efficace et à améliorer les rendements, chacune d'entre elles le fait différemment. Le type de garantie, la structure des opérations, le profil des flux de trésorerie et les points d'attache et de détachement peuvent varier considérablement d'une stratégie à l'autre. En outre, compte tenu de la nature naissante de certaines stratégies de financement de fonds, comme les prêts sur VAN, il y a des variations significatives entre elles, même entre les opérations d'un même segment vertical. Il est donc essentiel de comprendre le financement de fonds de manière plus générale, en plus de posséder des connaissances plus précises sur les différences subtiles entre les opérations, afin de trouver un meilleur équilibre entre le risque et le rendement.
- **Complexité des opérations** – Les opérations de financement de fonds font souvent appel à une structure complexe et à l'avantage de la diversification pour créer un profil de première qualité à partir de garanties d'une qualité moindre. Pour ce faire, les investisseurs actifs sur ce marché doivent avoir une connaissance approfondie des marchés du crédit de première qualité et du crédit de qualité inférieure, en plus de connaître les enjeux juridiques et financiers liés à la structuration.
- **Transparence des valorisations et gouvernance** – La souscription et le maintien d'un taux approprié de surdimensionnement sont des composantes essentielles de la structuration des opérations de financement de fonds. Cela peut parfois s'avérer difficile en raison de la nature peu liquide des actifs sous-jacents, qui peut compliquer l'évaluation de la valeur de ces actifs. Il est généralement possible d'atténuer ces difficultés en négociant des clauses appropriées d'évaluation et de gouvernance pour les opérations, en utilisant des sources d'évaluation indépendantes pour estimer la valeur des actifs et en s'appuyant sur une connaissance et une expertise pratiques des actifs pour vérifier le bien-fondé des estimations des commandités et des tiers.
- **Caractère renouvelable de certaines facilités** – Certaines facilités, en particulier dans les segments du financement des prêteurs et des facilités d'appel de capital, peuvent être renouvelables de nature, ce qui a des répercussions administratives et financières sur les investisseurs.

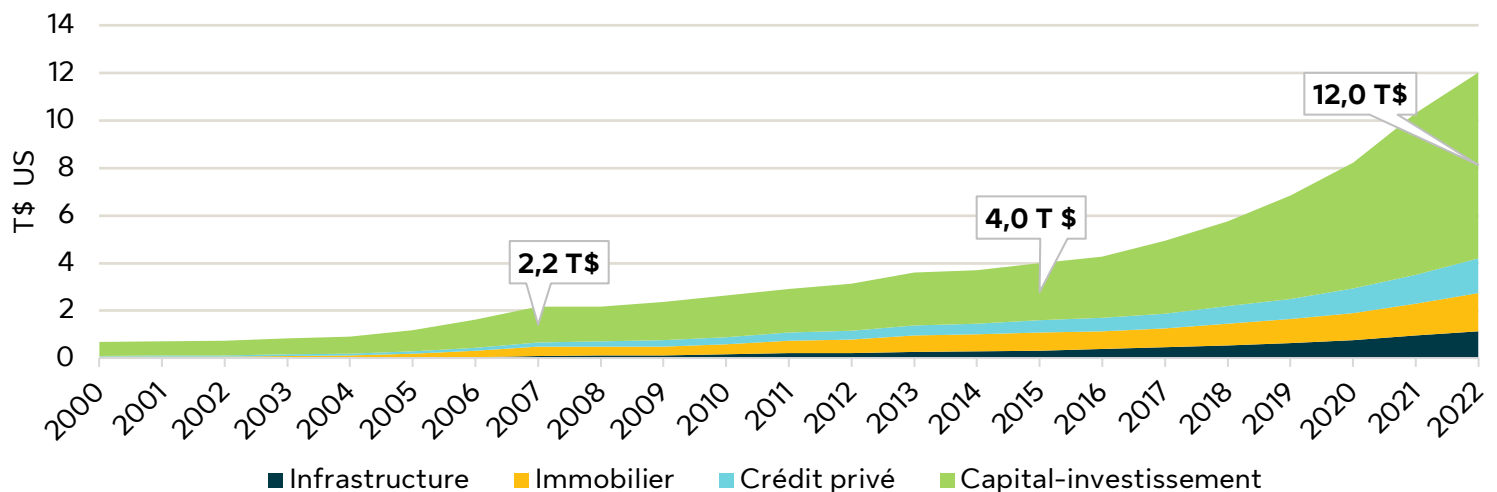


- **Incertitude quant au calendrier des flux de trésorerie et souplesse du paiement en nature** – Bien que de nombreuses stratégies de financement de fonds soient axées sur le paiement au comptant, les facilités de prêts sur la VAN d'un seul fonds offrent souvent à l'emprunteur la souplesse nécessaire pour faire des paiements en nature. Cette particularité permet au gestionnaire d'actifs d'ajouter des montants d'intérêts au solde de capital plutôt que de payer ces intérêts au comptant; l'emprunteur rembourse entièrement les intérêts des paiements en nature, soit à l'aide de transferts de trésorerie, soit à l'échéance du prêt. Le niveau de souplesse approprié dépend du profil des flux de trésorerie du fonds sous-jacent. Les investisseurs doivent donc être prêts à intégrer une option de paiement en nature à leur évaluation des possibilités de placement.

Moteurs de croissance actuels en financement de fonds

La demande de facilités de financement de fonds croît rapidement, parallèlement à l'augmentation des capitaux gérés de façon privée, comme le montre le graphique ci-dessous. À mesure que les gestionnaires d'actifs se dotent d'un plus grand nombre d'instruments pour gérer des stratégies de capital-investissement privé ou de crédit privé, il est aussi devenu plus nécessaire de recourir à des outils permettant de mieux gérer le déploiement des capitaux, d'améliorer les rendements et d'utiliser des solutions de financement relatives pour les placements accrus dans les portefeuilles et les distributions additionnelles aux commanditaires.

Capitaux privés mondiaux selon l'actif géré (en T\$ US)



Source : Preqin, juin 2023. Pour éviter les chevauchements, les fonds de fonds et les fonds secondaires sont exclus.

Plus précisément, en ce qui concerne les prêts sur VAN, trois facteurs présents sur les marchés à l'heure actuelle créent un fort besoin de liquidités que les facilités axées sur la VAN sont en mesure de satisfaire, grâce à leur capacité d'adaptation aux besoins des commandités et des commanditaires :

- La hausse du coût des prêts aux sociétés d'exploitation incite à rechercher d'autres sources de financement.
- L'environnement difficile sur le plan des fusions et acquisitions incite les commandités à conserver les actifs plus longtemps.

- Les commanditaires recherchent des distributions et recalibrent les portefeuilles pour atteindre les objectifs de la politique de répartition de l'actif entre les placements privés et publics.

Selon nous, certains des moteurs de croissance des prêts sur VAN sont propres à la conjoncture du marché et pourraient s'estomper. Toutefois, nous pensons que ces stratégies resteront propulsées par des tendances séculaires (p. ex., déploiement plus efficace du capital, amélioration du rendement, financement relatif pour des placements supplémentaires) motivant le recours aux prêts sur VAN et, plus largement, à d'autres facilités de financement de fonds.

Occasions à l'horizon pour les investisseurs sélectifs

Le marché du financement de fonds évolue dans plusieurs de ses volets. Le nombre d'opérations augmente, tandis que les modalités des opérations continuent d'évoluer. Certains segments du marché (comme les prêts sur VAN et les marges de souscription) font de plus en plus l'objet d'une notation, mais ont aussi des antécédents de défaut plus courts à partir desquels déduire les taux de défaut futurs. La nature dynamique du marché crée donc des occasions pour les investisseurs. Ces derniers doivent toutefois les aborder avec une connaissance poussée du marché dans son état actuel et des tendances qui façonnent l'avenir du financement de fonds.



[Suivez-nous sur LinkedIn](#)

[Abonnez-vous à nos bulletins](#)

Ce document est destiné uniquement aux investisseurs institutionnels. Il ne doit pas être utilisé ni distribué auprès d'investisseurs individuels. Les renseignements figurant dans le présent document ne doivent en aucun cas tenir lieu de conseils précis d'ordre financier, fiscal, juridique ou comptable ni en matière d'assurance ou de placement. Ils ne doivent pas être considérés comme une source d'information à cet égard et ne constituent pas une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ni de services d'assurance ou de placement. Les investisseurs devraient obtenir l'avis d'un conseiller professionnel avant de prendre une décision en fonction des renseignements qui figurent dans le présent document.

La société Gestion de capital Sun Life (Canada) inc. est inscrite comme gestionnaire de portefeuille, gestionnaire de fonds de placement et courtier sur le marché dispensé au Canada, et comme directeur des placements de produits dérivés en Ontario. La société Sun Life Capital Management (U.S.) LLC est inscrite comme conseiller en placement auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Elle est également inscrite comme Commodity Trading Advisor (conseiller en opérations sur marchandises) et Commodity Pool Operator (gestionnaire de fonds marché à terme) auprès de la Commodity Futures Trading Commission en vertu du Commodity Exchange Act. De plus, elle est membre de la National Futures Association. Aux États-Unis, les valeurs mobilières sont offertes par Sun Life Institutional Distributors (U.S.) LLC, société de courtage inscrite auprès de la SEC, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA »). BentallGreenOak, InfraRed Capital Partners (« InfraRed »), Crescent Capital Group (Crescent) et Advisors Asset Management (AAM) font aussi partie de Gestion SLC.

BentallGreenOak est un conseiller en gestion de placements immobiliers d'envergure mondiale et un fournisseur de services immobiliers. Aux États-Unis, les fonds immobiliers sont offerts par BentallGreenOak (U.S.) Limited Partnership, société inscrite comme conseiller en placement auprès de la SEC, ou par Sun Life Institutional Distributors (U.S.) LLC, société de courtage inscrite auprès de la SEC, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA »). Au Canada, les fonds immobiliers sont offerts par BentallGreenOak (Canada) Limited Partnership, BGO Capital (Canada) Inc. ou Gestion de capital Sun Life (Canada) inc. La société BGO Capital (Canada) Inc. est inscrite comme gestionnaire de portefeuille et courtier sur le marché dispensé au Canada, et comme gestionnaire de fonds de placement en Colombie-Britannique, en Ontario et au Québec.

InfraRed Capital Partners est un gestionnaire international de placements axé sur les infrastructures. Exerçant ses activités partout sur la planète, la société gère des capitaux propres dans plusieurs fonds privés et cotés, principalement pour des investisseurs institutionnels du monde entier. Les activités d'InfraRed Capital Partners Ltd. sont autorisées et réglementées au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Crescent Capital Group est un gestionnaire mondial de placements en actifs alternatifs du marché du crédit et un conseiller en placement inscrit auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Crescent offre du financement au moyen de crédit privé (créances de premier et de second rangs, prêts hybrides) à des sociétés ouvertes du marché intermédiaire en Europe et aux États-Unis. De plus, Crescent investit dans les obligations à rendement élevé et les prêts syndiqués importants.

AAM est un distributeur indépendant aux États-Unis, qui offre un éventail de solutions et de produits aux conseillers de firmes de courtage, aux conseillers en placement autorisés et aux courtiers-négociateurs indépendants.

Les renseignements sont fournis à titre indicatif uniquement et représentent les points de vue et les opinions de l'auteur ou des auteurs, qui peuvent différer de ceux d'autres équipes de placements de Gestion SLC et de ses sociétés affiliées.

Le contenu ne tient pas compte de la convenance ou des besoins d'une personne ou d'une entité, et ne peut être considéré comme une recommandation pour une catégorie d'actifs ou une stratégie particulières. La diversification et la répartition de l'actif ne constituent pas un gage de protection contre les pertes ni une garantie de rendement.

Les indices financiers présentés dans le document, utilisés comme référence, sont fournis à titre indicatif seulement. L'utilisation d'indices de référence présente des limitations, car les avoirs et les caractéristiques du portefeuille diffèrent, parfois de manière importante, de ceux des indices de référence. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Tous les indices de références sont présentés à titre indicatif seulement. Les facteurs ayant une incidence sur le rendement du portefeuille, mais pas sur la performance de l'indice de référence, peuvent comprendre le rééquilibrage du portefeuille, l'échéancier des flux de trésorerie, la qualité du crédit, la diversification et les différences sur le plan de la volatilité. En outre, les indices financiers ne tiennent pas compte de l'incidence des frais, de l'impôt applicable ou du coût des opérations, éléments qui réduisent les rendements. Il n'y a aucune garantie qu'un investisseur réalisera ou est susceptible de réaliser des profits ou des pertes dans une catégorie d'actifs décrite ou fondée sur un indice de référence. Les résultats antérieurs ne constituent pas une garantie des résultats futurs.

L'information fournie peut présenter des renseignements ou des énoncés qui tiennent compte d'attentes ou de prévisions liées à des événements futurs. Les énoncés prospectifs sont de nature spéculative et peuvent faire l'objet de risques, d'incertitudes et d'hypothèses, et les résultats réels pourraient différer de façon importante des énoncés. Par conséquent, n'accordez pas de confiance excessive à ces énoncés prospectifs. Les données hypothétiques ne sont fournies qu'à titre indicatif. Elles ne représentent pas un portefeuille de Client réel.

Des efforts ont été faits pour veiller à ce que les renseignements du présent document soient exacts au moment de la publication et obtenus à partir de sources considérées comme fiables. Toutefois, Gestion SLC n'en garantit pas l'exactitude ni l'exhaustivité. Toutes opinions ainsi que tous les commentaires et renseignements fournis sont susceptibles de changer et Gestion SLC décline toute responsabilité pour quelque perte que ce soit découlant de l'utilisation de ces renseignements. Gestion SLC ne fournit pas de conseils en matière de placement ni d'ordre fiscal ou juridique. Les renseignements fournis ne tiennent pas compte des objectifs de placement ni des besoins connexes du lecteur. Les investisseurs devraient consulter un professionnel en fonction de leur situation particulière. Toutes les opinions et tous les commentaires formulés sont susceptibles de changer sans préavis et sont présentés de bonne foi sans responsabilité légale.