

Fonds de dette : focus sur ces structures alternatives innovantes

Dans le marché actuel des fonds d'investissements, un nouveau type de fonds alternatifs a le vent en poupe : il s'agit des fonds de dette. Caractéristiques, spécificités, gouvernance et attrait : Casa4Funds dresse le portrait de ces investissements atypiques et à forte rentabilité.

Par Richard MAISSE, Head of Private Equity & Real Estate et membre du Comité Exécutif de la société de gestion et AIFM pour fonds de tiers Casa4Funds

Depuis l'avènement de la Directive pour la gestion des fonds d'investissements alternatifs ('AIFMD'), ceux-ci ont connu une très forte croissance. Le Luxembourg, de par sa tradition d'excellence dans l'hébergement des fonds d'investissements depuis la première directive UCITS et son expertise dans la distribution cross-frontalière, a su attirer ces véhicules d'investissements venus du monde non régulé.

Initialement dédiés à des stratégies orientées vers des instruments financiers, les fonds d'investissements alternatifs ont vu, ces dernières années, une forte croissance des produits de type Private Equity ('PE') et Immobilier (Real Estate ou 'RE'). Typiquement, des sociétés d'investissement créées initialement sous un régime de placement privé (Limited Partnership ou Sociétés en Commandite Spéciale ou 'SCSp' au Luxembourg) et qui ont atteint un niveau de collecte conséquent, voient des avantages à basculer sous la forme de fonds d'investissement alternatif ('AIF'), afin de bénéficier du passeport européen de distribution.

L'objectif étant de se différencier par des performances attractives et de séduire l'investisseur, l'heure est à la créativité pour les initiateurs. Dans ce contexte, les fonds de dettes inspirés de véhicules similaires originaires d'outre-Atlantique ne manquent pas d'intérêt. En effet, les fonds de dette ou 'Debt Funds' sont des véhicules d'investissement dont la particularité ne réside pas seulement dans la politique d'investissements, mais également dans les modalités d'entrée offertes aux investisseurs au niveau du passif.

Des émissions sous la forme de produits de dette

Sur le segment des fonds PE/RE, la société de gestion Casa4Funds a choisi de se concentrer sur trois stratégies prioritaires. La première, ce sont les fonds de fonds PE/RE ; la seconde s'orientera vers les fonds qui investissent dans des produits de type PE/RE soit directement, soit via SPV (Special Purpose Vehicles ou véhicules d'investissement à objectif particulier). La troisième, enfin, sera les fonds de dette. Concernant ces derniers, leur appellation «fonds de dette» n'illustre pas exclusivement leur politique d'investissement, mais également leur stratégie de distribution au passif. En effet, ces fonds sont nés de la volonté des initiateurs de rechercher des financements par le biais de stratégies d'émission de dettes, telles que 'distressed' ou 'mezzanine', notamment dans le cadre d'opérations de type LBO («Leveraged buyout»).

Dans ces fonds, seule une partie du registre est composée d'Equity, l'autre partie étant constituée d'émissions d'emprunts obligataires à revenu fixe et/ou variable. C'est là que réside tout l'attrait de ce type de fonds. En effet, par le biais de cet investissement, un investisseur qui souscrit peut s'attendre à recevoir périodiquement un intérêt connu ou estimable d'avance, composé le plus souvent d'un taux de base majoré d'une prime, comme par exemple une dette mezzanine.

D'un point de vue rendement pour les investisseurs, compte tenu de sa subordination à la dette senior, la dette mezzanine est plus risquée mais possède en contrepartie un rendement plus élevé que celui de la dette senior. Alors que la dette senior sera offerte, à titre d'exemple, à taux de base + une marge de 2%, la dette subordonnée pourra servir un taux de base + une marge de 6-8%, voire même davantage.

Une place à prendre dans l'économie

Le contexte économique et financier a beaucoup évolué au cours de la dernière décennie et ce, pour trois raisons principales. La première est la

vague réglementaire qui a suivi la crise financière de 2007-2008.

Cette dernière a mis en évidence les faiblesses et les excès du système bancaire, en particulier sa dépendance croissante au refinancement à court terme sur les marchés, la friabilité des activités générant un niveau excessif de levier et la combinaison d'activités de marché risquées et d'activités de détail. L'ampleur des réformes réglementaires est une réponse à la sévérité de la crise et aux risques liés à la multiplication de ces activités. Elles visent notamment à renforcer la résilience du système financier, à le remettre au service du financement de l'économie et à réduire l'effet de levier.

Ainsi, les exigences réglementaires qui sont venues peser sur les banques, en particulier les restrictions à l'utilisation du capital par celles-ci avec les règles prudentielles de type ratio de solvabilité et les diminutions de taille des bilans bancaires, ont accéléré la désintermédiation bancaire.

Dès lors, les banques ont massivement choisi de se recentrer sur leur 'cœur de métier' tout en se séparant progressivement des activités consommatrices de fonds propres. C'est la seconde modification majeure qui a drastiquement réduit le rôle des banques dans le financement du tissu économique. Dans le même temps, grâce à la Directive AIFM, les fonds d'investissement ont pu se substituer aux banques pour ces activités de financement, attirant massivement des flux d'investissements disponibles tout en générant des revenus substantiels pour les investisseurs.

Ainsi, la forte syndication des transactions et les rendements élevés sont devenus l'apanage des gestionnaires de fonds de dettes. Enfin, et c'est le troisième volet, dans le contexte actuel de taux d'intérêts très bas, les investisseurs ont accueilli avec un intérêt réel ces investissements générateurs de performances supérieures.

Attirer le 'Dry Powder' avec des rendements qui tiennent leurs promesses

Les niveaux de collecte record des fonds d'investissements PE/RE de ces dernières années reflètent l'intérêt des investisseurs pour ce type de véhicules d'investissement. Ceci a pour conséquence immédiate la nécessité d'investir les montants collectés afin de garantir le niveau de rendement (taux de rendement interne, 'TRI') promis aux investisseurs par les initiateurs de fonds. De ce fait, on observe une tendance forte sur le marché : une levée très importante de fonds, couplée à la faiblesse des taux d'intérêt et à l'accès facile à la dette, ce qui engendre une augmentation artificielle de la valorisation des sous-jacents par l'augmentation des multiples retenus lors des opérations de valorisation à la cession et lors de l'acquisition.

Les initiateurs de ces fonds, et en particulier des fonds de dette, ont su générer des performances et des rendements élevés qui ont engendré naturellement du 'dry powder', attirant largement les capitaux au regard du nombre d'opportunités d'investissement et d'acquéreurs potentiels présents sur le marché. Le 'dry powder' est l'expression qui représente la différence positive entre le niveau des fonds engagés par les investisseurs et les fonds effectivement investis, c'est-à-dire la réserve de financement disponible pour être investie en cas de besoin ou d'opportunité attractive.

Selon une étude de l'institut américain Prequin à fin juin 2017, le 'dry powder' serait actuellement estimé à près de 400 milliards de dollars, ce qui représente une capacité de financement de projets colossale. A cette même date, 205 milliards de dollars de 'dry powder' sont détenus par des gestionnaires de 'private debt', dont, notamment, 68 milliards de dollars en 'distressed debt', 61 milliards de dollars en prêts directs et 51 milliards de dollars en dettes mezzanines. Dans ce contexte très dynamique, les investisseurs recherchent activement des investissements tels que les fonds de dette : ils accentuent leurs engagements, augmentent ainsi la taille des fonds par le biais de transactions de plus en plus significatives à la fois en nombre et en volume. En particulier, les 'mezzaneurs' ont tendance à augmenter les volumes des prêts, car les rendements sont très élevés.

Étant donnée la forte capacité de prêt actuelle, toute préoccupation éventuelle concernant un

environnement de fonds de dette en surchauffe nous semble infondée, même si la collecte de fonds et la 'dry powder' ont atteint des sommets. Il y a clairement de la place pour que la demande croissante soit satisfaite par des opportunités de dette privée de qualité, en raison de l'opportunité constante de déploiement d'un capital dans les activités de LBO dans les années à venir.

De la prudence à la gouvernance

On ne peut pas s'improviser AIFM pour de tels fonds. Cela demande des équipes d'experts formés spécifiquement pour pouvoir gérer l'ensemble des risques inhérents à ce type de structures. Ainsi, pour adresser une demande croissante de la part d'initiateurs qui font appel à un AIFM pour fonds de tiers afin de monter leur structure régulée à Luxembourg, Casa4Funds a investi dans la formation de ses équipes à ces nouvelles stratégies.

Au travers de ces formations, chacun de ses experts métier a approfondi l'ensemble des aspects du risk management propres à ce type de structure. Le vrai challenge étant qu'au sein des stratégies alternatives PE/RE, chaque fonds affiche sa singularité. Ainsi, il faut adapter chaque setup et chaque structure vers une architecture sur-mesure destinée à chaque promoteur. C'est là que la tradition d'adaptabilité, de flexibilité et de personnalisation du service présente dans l'ADN de Casa4Funds fait la différence pour le montage de ces entités.

Une gestion des risques sur mesure

Alors que proposer un montage et une gestion des risques sur-mesure est depuis toujours le but de Casa4Funds, ses risk managers ont enrichi leur expertise pour embrasser les aspects spécifiques des fonds de dette. En effet, ceux-ci présentent des caractéristiques qui exigent non seulement un suivi précis et systématique, mais aussi une remise en cause du modèle de gestion des risques pour chaque structure.

Parmi les points d'attention, on peut notamment citer, à l'actif, les problématiques de valorisation, s'agissant de portefeuilles de biens immobiliers ou Private Equity. Pour cela, nous avons mis en place un processus de sélection et de due diligence des valorisateurs indépendants très spécifique, visant à évaluer leurs compétences sectorielles, géographiques, en plus de leur certification RICS pour les aspects immobiliers par exemple.

On voit ici l'importance du travail réalisé lors de l'entrée en relation, qui ne se limite pas à la due diligence du promoteur. En effet, la sélection des meilleurs partenaires pour le fonds, aussi bien au niveau de la valorisation, du calcul de la NAV que du dépositaire ou de l'agent de transfert, est un élément essentiel. Ce dernier acteur est particulièrement important, s'agissant de la structure particulière du passif du fonds de dette, partagé entre des actions (ou parts) et des émissions de dette.

Ainsi, au-delà des problématiques d'allocation, de gestion de la 'waterfall' et d'égalisation entre les différentes classes de parts et la partie dette, cette dernière requiert la gestion précise d'échéanciers d'intérêts, de garanties, de remboursements etc. Pour un tel niveau de spécificité, le choix d'un partenaire technique pointu est crucial.

C'est là que nous apportons une valeur ajoutée complémentaire, d'une part par notre architecture ouverte, et d'autre part en conseillant à nos clients initiateurs des prestataires dûment sélectionnés faisant partie de notre réseau de partenaires privilégiés, tout en conservant les compétences en interne pour challenger et superviser leurs travaux.

Au-delà de la prestation de services, le conseil orienté performances

Lorsque l'on considère des fonds PE/RE, atteindre des performances attractives pour l'investisseur va bien au-delà d'une habile allocation des actifs. En premier lieu, il convient de définir si le fonds sera ouvert ou fermé. En effet, dans le cas d'un fonds ouvert, les investissements en PE ou en RE - qui sont des investissements à moyen ou long terme - ne pourront dépasser un certain pourcentage des fonds collectés, ceci afin de conserver suffisamment de liquidités pour honorer d'éventuels rachats.

Cette part irréductible de liquidités a néanmoins un impact sur le taux de rendement interne de la structure, contrainte qui n'existe pas dans des fonds fermés. Ensuite, dans le cas des fonds PE, il convient de définir la part des investissements minoritaires versus majoritaires dans les sociétés cibles. Les investissements dans lesquels le fonds est majoritaire et remplit un rôle dans la gestion de la société sont certes plus sécurisants, mais en même temps plus chronophages pour le gestionnaire d'actifs qui doit s'impliquer dans les décisions de gestion de la société cible. Ceci a, de fait, un impact sur les coûts de fonctionnement.

D'une manière générale, toute structure PE/RE et en particulier celles qui aspirent à une distribution comme fonds de dette devraient avoir au moins une taille supérieure à la cinquantaine de millions d'euros, afin que les coûts liés à la fois au lancement et au fonctionnement de la structure ne viennent pas grever de manière significative les performances. En effet, afficher un ratio de charge total ('TER') trop important par rapport aux actifs sous gestion et aux performances découragerait les investisseurs et limiterait les capacités du promoteur à collecter davantage de capitaux. Il pourrait être judicieux, dans ce cas, de commencer comme structure non régulée de type placement privé ou SCSp, pour ensuite transformer la structure en AIF une fois la taille critique atteinte. Là encore, les équipes de notre société de gestion pour fonds de tiers sont parfaitement équipées pour assister les initiateurs dans de telles opérations.

Une organisation et des équipes d'experts adaptées

Conscients des tendances fortes du marché des fonds d'investissement à Luxembourg et dans le monde, Casa4Funds s'est donné les moyens de servir au mieux sa nouvelle orientation stratégique principale en ce qui concerne les fonds alternatifs, en proposant une équipe à la pointe de la technicité pour les fonds de dette. Les premières structures devraient être accueillies prochainement. Comme de nombreux AIFM pour fonds de tiers, pour rester un acteur majeur dans une industrie des fonds en pleine mutation, il convient d'anticiper les tendances et saisir les opportunités produits, afin de sans cesse mieux servir et mieux conseiller les initiateurs.



Obligations	au 29/09	au 31/08	Var	Plus haut	Plus bas
EUR AlticeLux 7,25% 15/05/2022	106,403	106,404	-0,00 %	107,366	105,804
EUR ArcelorMittal 4,5% 29/03/2018	102,872	103,214	-0,33 %	107,025	102,860
EUR BayerLB 5,75% 23/10/2017	100,316	100,796	-0,47 %	104,396	100,316
EUR BMWFinance 1,5% 05/06/2018	101,258	101,373	-0,11 %	102,339	101,258
EUR BNPParibas 4,875% pp	104,269	101,631	2,59 %	104,317	101,110
NZD BNPParibas 5,875% 04/12/2019	106,034	106,162	-0,12 %	106,906	105,013
USD Colombia 8,375% 15/02/2027	124,612	123,662	0,76 %	124,917	121,268
EUR CreditAgricole 5,971%	102,039	102,535	-0,48 %	106,301	102,039
USD DeutscheBank 2% 04/02/2019	99,040	99,130	-0,09 %	99,250	96,250
USD DeutscheBank 2,2% 17/11/2020	96,840	97,210	-0,38 %	97,370	91,590
EUR DongEnergy 6,25% 26/06/2013	119,209	119,600	-0,32 %	120,120	112,787
EUR EFSF 2,625% 02/05/2019	104,938	105,185	-0,23 %	107,275	104,938
USD ElecCaracas 8,5% 10/04/2018	73,438	64,849	13,24 %	78,761	50,960
EUR Engie 6,875% 24/01/2019	109,261	109,818	-0,50 %	114,516	109,261
EUR ENI 3,75% 27/06/2019	106,651	106,966	-0,29 %	109,212	106,651
EUR GazCapital 8,625% 28/04/2034	136,378	135,932	0,32 %	138,000	126,783
EUR GiePsaTresor 6% 19/09/2033	127,143	127,200	-0,04 %	128,210	118,594
EUR HeidelbergFinLux 7,5%	118,675	119,258	-0,48 %	123,030	118,675
EUR InnogyFinance 6,625%	108,992	109,541	-0,50 %	113,754	108,992
USD KWA 4,5% 16/07/2018	102,360	102,687	-0,31 %	104,765	102,360
EUR Lafarge 4,75% 23/03/2020	111,497	111,880	-0,34 %	114,476	111,497
EUR Luxembourg 2,125% 10/07/2023	112,232	112,976	-0,65 %	114,942	111,555
EUR Luxembourg 2,25% 19/03/2028	115,931	117,078	-0,98 %	121,247	114,727
EUR Luxembourg 2,25% 21/03/2022	110,649	111,167	-0,46 %	113,387	110,414
EUR Luxembourg 2,75% 20/08/2043	143,669	-	-	-	-
EUR Luxembourg 3,375% 18/05/2020	110,143	110,525	-0,34 %	112,932	110,143
EUR NovoBanco 100 09/04/2052	12,300	-	-	13,250	7,928
EUR NyrstarNHlds 8,5% 15/09/2019	111,285	110,226	0,96 %	111,293	104,700
EUR Orange 5,625% 22/05/2018	103,772	104,227	-0,43 %	108,012	103,772
USD PetroVenezuela 12,75%	52,000	-	-	66,800	52,000
USD PetroVenezuela 5,375%	30,565	30,251	1,03 %	39,793	28,710
USD PetroVenezuela 5,5% 12/04/2037	30,483	30,201	0,93 %	40,000	29,000
EUR RaiffeisenBkInt 8,75%	103,111	103,362	-0,24 %	105,950	103,081
EUR RaiffeisenBkInt 6% 16/10/2023	121,239	119,246	1,67 %	121,361	107,724
USD TelecomItaliaCa 7,2% 18/07/2036	124,283	124,338	-0,04 %	124,557	98,959
EUR TelecomItaliaFi 7,75% 24/01/2033	151,830	147,364	3,03 %	152,412	127,660
USD Turkey 7,375% 05/02/2025	116,302	118,198	-1,60 %	118,830	108,158
USD Venezuela 11,75% 21/10/2026	38,903	40,978	-5,06 %	61,000	37,942
EUR VWIntFin 5,125% pp	112,310	110,947	1,22 %	113,511	107,688