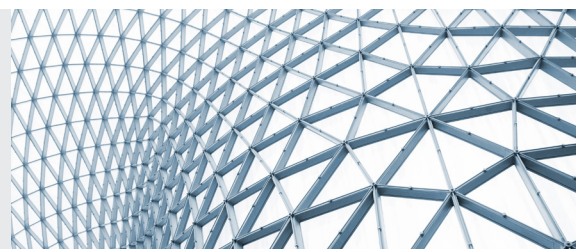


Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



> Plus d'informations sur :
im.natixis.com/fr-institutional/le-hub

Les prêteurs ne devraient pas compter uniquement sur les covenants pour se protéger contre les risques baissiers.

Alors que beaucoup gardent les yeux rivés sur la documentation relative aux prêts, Nicole Downer de MV Credit affirme qu'il serait plus judicieux de privilégier d'autres aspects, notamment le fait de développer des relations solides avec les fonds de capital-investissement.

Points clés

- Il est peu probable que les créanciers puissent utiliser des covenants (i.e. des engagements contractuels) pour forcer les fonds de capital-investissement à injecter des capitaux supplémentaires dans une entreprise.
- La crise financière de 2008-2009 a démontré qu'une sélection stricte des entreprises emprunteuses était essentielle pour minimiser le risque de défaut en cas de ralentissement.
- La protection contre une baisse sera davantage susceptible d'être obtenue en investissant dans des sociétés solvables et en travaillant avec les bons partenaires de capital investissement.

En début d'année, économistes, traders et gérants d'actifs issus des institutions financières de toutes tailles discutaient déjà régulièrement de la menace d'un ralentissement imminent et significatif de l'économie mondiale. Cependant, personne n'avait anticipé la forme que ce ralentissement prendrait, déclenchée par une pandémie de portée véritablement mondiale, et de nombreux secteurs sont confrontés à des défis d'une ampleur et d'un type jamais vus auparavant.

L'arrêt prolongé de pans considérables de l'économie suite à la crise du COVID-19 est peut-être l'élément le plus inédit de la crise. Après plus d'une décennie de forte croissance pour des secteurs tels que le private equity, de nombreux investisseurs se retrouvent soudain en difficulté pour maintenir leurs portefeuilles à flot. C'est dans des moments comme celui-ci que l'on peut aisément identifier les stratégies d'investissement résilientes et celles qui sont sensibles aux conditions du marché et cycliques.

En raison d'un niveau de fragilité des entreprises qui n'avait plus été observé depuis le pic de la crise de 2008, lorsque de nombreux créanciers traditionnels s'étaient retirés du marché, de plus en plus de rapports laissent entendre que le secteur de la dette privée souhaite une documentation plus « favorable » aux prêteurs.



Nicole Downer
Managing Partner
Responsable relations investisseurs
MV Credit

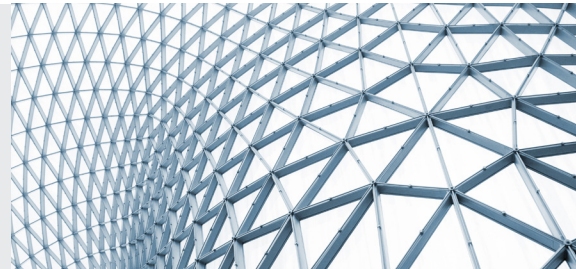
Au regard de ces éléments, le moment est venu d'examiner les covenants et de souligner que, malgré les idées reçues et même dans le contexte exceptionnel de la crise actuelle, ils ne rendent pas pour autant le pouvoir aux créanciers.

Une documentation favorable aux établissements de crédit ne constitue pas la solution miracle

Regardons ces risques de plus près. De nombreux prêteurs, notamment aux petites et moyennes entreprises, se méfient du risque de défaut accru actuellement et mettent d'ores et déjà en œuvre des mesures pour protéger leurs propres commanditaires d'une baisse potentielle importante de l'activité. Toutefois, les créanciers ne peuvent pas se protéger uniquement avec des covenants durant des périodes comme celle-ci.

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Une dépendance excessive vis-à-vis de ceux-ci peut donner à un gérant un sentiment de sécurité trompeur.

Il existe, par exemple, un mythe selon lequel les créanciers pourraient obliger les fonds de private equity à injecter de l'argent frais dans une entreprise du fait des covenants. C'est rarement le cas. D'une part, il peut y avoir un manque de visibilité de la part des créanciers en l'absence de problème de liquidité ; et d'autre part, les sponsors pourraient avoir l'impression que les créanciers cherchent à les écarter.

Comme nous l'avons observé lors des cycles précédents, par exemple pendant la crise de 2008, les fonds ou les actionnaires demandent généralement de suspendre les covenants pour une période bien déterminée afin d'évaluer la situation s'il n'y a pas de forte pression sur la liquidité. D'expérience, pour certaines de ces entreprises, une remise à zéro était suffisante pour leur donner un répit durant la crise de 2008, en attendant le redressement. Les autres entreprises ont dû subir une restructuration plus poussée. De plus, compte tenu du contexte particulier, on observe un nombre excessif d'abandons de covenants, rajoutant une charge administrative pouvant interférer avec la gestion normale du portefeuille.

Les restructurations dépendront toujours des besoins spécifiques de chaque entreprise et peuvent inclure diverses options, telles qu'une injection de capital en contrepartie de concessions limitées de la part des créanciers (par exemple, la capitalisation des intérêts ou le paiement en nature) ou des restructurations plus sévères nécessitant un réaménagement des facilités de crédit existantes afin d'attirer de l'argent frais. D'expérience, la plupart des solutions de restructuration impliquent une collaboration avec les autres créanciers et les fonds de private equity pour mettre en oeuvre un plan d'aide à l'entreprise.

De solides relations ont plus d'importance que les cadres juridiques

Plutôt que de discuter des covenants, nous pensons qu'il faut investir avec prudence. Se positionner sur des titres de crédit de bonne qualité et mettre en place une protection contre les risques baissiers est possible en investissant dans des entreprises solvables et en travaillant avec les fonds de capital-investissement adéquats, qui ont financièrement intérêt à soutenir les entreprises en portefeuille.

C'est en période de crise que les décisions peuvent être prises de façon précipitée et que le risque de réaction à chaud augmente. Toutefois, la nature même de l'investissement privé (à la fois en fonds propres et en dette) offre aux investisseurs une vision à long terme et leur permet de se concentrer sur la résilience de solides entreprises ainsi que sur les opportunités qui pourraient se présenter lorsque la crise aura passé son point culminant. Si une entreprise a des fondamentaux sains, alors un bon investisseur de capital-investissement et un bon prêteur ne la laisseront pas faire faillite. C'est ce que nous constatons dans l'ensemble de notre portefeuille, car nos partenaires de capital-investissement adoptent une approche « quoi qu'il en coûte ».

Pour préserver ces pratiques de marché, il ne faut pas sous-estimer l'importance de la bonne compréhension du secteur du private equity et de préserver la relation établie avec les investisseurs de dette privée tout au long de ces vingt dernières années. Par exemple, grâce à des relations saines et d'étroite collaboration avec les fonds de private equity sponsors, les entreprises peuvent négocier un ensemble de reportings et de mesures pour renforcer leurs indispensables capacités de suivi des investissements. Nous considérons qu'il s'agit là de relations de long terme qui continueront à se développer dans les années à venir.

Notre expérience de la crise mondiale de 2008 a mis en lumière le caractère essentiel de la sélection de titres de crédit pour minimiser le risque de défaut en cas de ralentissement

économique. Par conséquent, plutôt que d'exiger un contrôle par le biais de covenants financiers, les investisseurs devraient privilégier une stratégie d'investissement fondée sur des due diligence rigoureuses capables d'identifier les bons partenaires et d'effectuer un suivi des investissements de grande qualité. Chez MV Credit, nous cibons le segment supérieur des moyennes capitalisations (dont l'EBITDA est compris entre 30 et 100 millions d'euros) qui possèdent des sources de revenus diversifiées à l'échelle paneuropéenne ou même mondiale, et qui sont donc plus résistantes aux chocs externes que les entreprises de petite taille, régionales par nature.

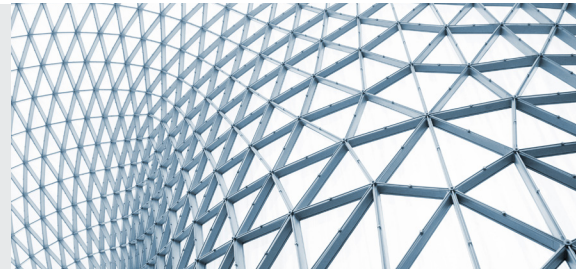
Le choix du secteur d'appartenance est également essentiel pour la performance d'une entreprise, certains secteurs se révélant plus résilients et plus sûrs durant plusieurs cycles économiques. Nous pensons que des secteurs tels que la santé et les services par abonnement sont généralement plus stables que les secteurs fortement saisonniers ou ceux dont les produits pourraient être rendus obsolètes par une avancée technologique soudaine ou sont trop dépendants de tendances versatiles, comme la mode, les médias ou les clubs de sport. Les secteurs défensifs offrent généralement une meilleure protection aux investisseurs en cas de ralentissement économique.

Du point de vue de la dette privée, il faut privilégier la préservation du capital. Même la meilleure documentation et la meilleure structure ne peuvent compenser un mauvais prêt. La stratégie d'investissement d'un fonds (par exemple, l'accent mis sur les secteurs non cycliques dans le segment supérieur des moyennes capitalisations) et la documentation relative aux prêts doivent être systématiquement examinées au vu du caractère cyclique de l'économie, que le marché soit haussier ou baissier, et non en réaction à des événements en cours. La bonne approche en matière d'investissement consiste à assurer une origination efficace, un suivi actif et un partenariat avec le bon fonds de private equity.

Ecrit en juillet 2020

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

MV Credit Partners, LLP

Un affilié de Natixis Investment Managers
Numéro d'enregistrement : OC397214
Autorisée et régulée par la Financial Conduct Authority (FCA)
45 Old Bond Street, London, W1S 4QT, Royaume-Uni
www.mvcredit.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris: 453 952 681
Capital: €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.im.natixis.com