Gestion de la trésorerie par les gestionnaires de fonds d'investissement : facteurs à considérer dans le cadre de l'établissement de facilités de crédit garanties par des souscriptions

5 décembre 2017

Auteur

Brigitte Gauthier

Associée, Avocate

Les facilités de crédit garanties par des souscriptions (*subscription credit facilities*) sont devenues un outil populaire pour faciliter la gestion de la trésorerie des fonds d'investissement. Toutefois, le fonctionnement de ces facilités n'est pas toujours bien compris par toutes les parties. La popularité de ces facilités a par ailleurs incité des associations d'investisseurs, comme l'Institutional Limited Partners Association (« **ILPA** »), à faire part de préoccupations concernant l'absence de restriction quant à leur utilisation. Le présent article résume les principaux facteurs à prendre en considération dans le cadre de l'établissement de ces facilités de crédit et décrit certaines des meilleures pratiques à cet égard, telles qu'elles ont été énoncées par l'ILPA en juin 2017.

Contexte

C'est devenu un automatisme pour les commandités[1] de fonds de capital-investissement (*private equity*) et de fonds de capital de risque (*venture capital*) d'établir des facilités de crédit pour leur fonds. La plupart du temps, ces facilités visent principalement ou uniquement à fournir du financement provisoire pour les opérations de portefeuille (et autres sorties de fonds) en prévision d'appels de capital futurs. L'utilisation d'une telle facilité de crédit (« crédit-relais ») (*bridge facility*) simplifie la gestion des demandes de capital auprès des commanditaires en permettant au commandité de limiter le nombre de demandes et d'en prévoir la fréquence (souvent trimestrielle). Le commandité peut gérer la trésorerie du fonds entre les demandes de versement de capital en tirant sur le crédit-relais.

Toutefois, le crédit-relais crée un certain désalignement entre les intérêts des commanditaires et

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

ceux du commandité. En effet, grâce à ce type de crédit, le commandité peut plus facilement reporter les demandes de capital, ce qui peut avoir une incidence indirecte sur le moment du paiement de l'intéressement à la performance (*carried interest*) du commandité, voire sur le montant de cet intéressement à la performance. La structure de distribution en cascade de la plupart des fonds d'investissement est généralement conçue de manière à privilégier les commanditaires par rapport au commandité en ce qui a trait à la distribution de l'encaisse distribuable jusqu'à ce que l'encaisse distribuée aux commanditaires fournisse à ces derniers un taux de rendement interne (« **TRI** ») égal à leur taux de rendement minimal[2]. Étant donné que le TRI varie en fonction du moment des rentrées et des sorties de fonds, les commanditaires préfèrent généralement que le commandité leur soumette des demandes de versement de capital le plus tôt possible[3]. Les rentrées de fonds plus hâtives inciteront le commandité à faire en sorte que le fonds effectue des distributions plus tôt (ou d'un montant plus élevé) afin d'atteindre le TRI cible et permettront ainsi au commandité de recevoir son intéressement à la performance plus rapidement. Dans la structure habituelle, les facteurs susceptibles d'avoir une incidence sur le TRI sont pour la plupart indépendants de la volonté du commandité (p. ex. il peut reporter les demandes de versement de capital jusqu'à ce que des fonds soient requis pour effectuer un investissement ou couvrir des dépenses, mais pas davantage).

Toutefois, avec un crédit-relais, le commandité peut reporter les demandes de versement de capital, ce qui aura indirectement pour effet d'accroître le TRI et, par conséquent, la possibilité que le commandité ait droit à un intéressement à la performance[4]. Même si l'établissement d'une facilité de crédit ne vise pas au départ à influer sur le TRI ou le paiement d'un intéressement à la performance, cette opération permet néanmoins au commandité d'exercer un contrôle sur au moins un des facteurs ayant une incidence sur le TRI, et de modifier ainsi quelque peu l'équilibre entre les intérêts des commanditaires et ceux du commandité établi dans la convention de société en commandite (la « **Convention** ») du fonds.

Meilleures pratiques de l'ILPA

En juin 2017, l'ILPA a publié un document intitulé *Subscription Lines of Credit and Alignment of Interests – Considerations and Best Practices for Limited and General Partners* (les « **Meilleures pratiques de l'ILPA** »). Le document souligne de manière générale ce que l'ILPA considère comme les effets pervers de l'utilisation à grande échelle et libre de restrictions des facilités de crédit par les fonds d'investissement, ainsi que certaines des meilleures pratiques en ce qui a trait à ces facilités de crédit. Selon l'ILPA, et comme il est mentionné ci-dessus, un de ces effets est la distorsion dans l'application des conditions liées à l'intéressement à la performance. L'ILPA démontre par ailleurs que l'incidence sur le TRI de l'utilisation d'une facilité de crédit sera plus marquée au cours des premières années d'un fonds[5], et elle décrit deux effets de cette incidence, soit la possibilité que le commandité reçoive un intéressement à la performance alors que le TRI sans levier financier est inférieur au taux de rendement minimal prévu et les problèmes de recouvrement connexes.

Des problèmes de recouvrement surviennent lorsqu'un commandité a reçu un intéressement à la performance au cours de la durée de vie d'un fonds et que les calculs du TRI réalisés ultérieurement indiquent que cet intéressement à la performance n'aurait pas dû être payé. La plupart des Conventions des fonds prévoient des dispositions de recouvrement (*clawback*) qui obligent le commandité à rembourser l'intéressement à la performance qui n'aurait pas dû être payé compte tenu du rendement ultérieur du fonds[6]. Toutefois, selon la manière dont la Convention a été négociée, les dispositions de recouvrement peuvent ne pas être opposables en pratique si le commandité a déjà distribué les fonds en question à ses actionnaires. Pour cette raison, les Conventions comportent parfois des dispositions d'entiercement ou des cautionnements afin d'assurer le respect des engagements en matière de recouvrement.

Pour éviter cette distorsion et le risque que de tels problèmes de recouvrement surviennent, l'ILPA

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

recommande que les dispositions de distribution des Conventions précisent que la date des rentrées de fonds utilisée pour calculer le TRI doit être la date à laquelle un tirage est fait sur la facilité de crédit pour réaliser un investissement ou payer les dépenses du fonds, et non la date à laquelle une demande de versement de capital est faite auprès des commanditaires afin de rembourser la somme prélevée sur la facilité. Étant donné que cette recommandation diffère des dispositions généralement contenues dans les Conventions de fonds d'investissement, l'ILPA cherche probablement à introduire ainsi un changement des normes existantes.

Restrictions habituellement contenues dans les Conventions

Les Conventions limitent généralement la capacité d'un commandité à utiliser l'effet de levier dans le cadre de la gestion du fonds, y compris dans le contexte de crédit-relais. Des restrictions sont imposées quant au montant de la dette pouvant être contractée par le fonds (et des actifs pouvant être donnés à la garantie de la dette). L'exposition potentielle du fonds est généralement plafonnée en fonction d'un pourcentage du capital non prélevé (*undrawn commitments*) et/ou du capital souscrit global du fonds (les prêteurs imposent également des plafonds similaires pour les motifs énoncés ci-dessous)[7]. Les Conventions restreignent également habituellement les fins pour lesquelles une facilité de crédit peut être utilisée, et prévoient souvent que son utilisation sera limitée aux seules fins de fournir du financement provisoire pour les investissements du fonds ou, selon le type de fonds, pour fournir des lettres de crédit afin de faciliter la négociation ou l'acquisition de ces investissements ou pour obtenir la couverture (hedging) de risques. Il est à noter que ces deux derniers types de facilités ont des structures différentes de celles des crédits garantis par des souscriptions. Les propos contenus dans cet article peuvent ne pas s'appliquer à ces facilités.

Par ailleurs, les Conventions exigent habituellement que le commandité rembourse le prêteur et effectue les demandes de versement nécessaires à ce remboursement dans un délai prédéterminé (souvent dans les 90 jours suivant un tirage sur la facilité). L'ILPA propose un délai maximal de 180 jours. Cette restriction vise à réduire la distorsion dans l'application des conditions liées à l'intéressement à la performance mentionnées à la rubrique précédente.

Facteurs à considérer lors des négociations avec les prêteurs

Une des premières préoccupations d'un commandité qui souhaite établir une ligne de crédit pour son fonds d'investissement est de trouver un prêteur qui possède de l'expérience avec ce type de facilités. La plupart des banques canadiennes possèdent maintenant des équipes consacrées à ce secteur et ont de l'expérience dans la négociation de ce type de facilités, mais il peut être utile d'avoir une discussion approfondie avec l'équipe du prêteur afin de déterminer l'étendue de son expérience et de ses connaissances puisque la structure d'une facilité de crédit pour les fonds d'investissement diffère considérablement de celle d'une facilité de crédit commerciale standard. Voici certaines des particularités de ces facilités.

Base d'emprunt et garantie

La plupart des facilités sont établies en fonction d'une base d'emprunt, soit le mécanisme employé pour déterminer la somme pouvant être empruntée par un fonds aux termes d'une facilité. Cette base d'emprunt est calculée en utilisant un pourcentage du capital souscrit par les investisseurs admissibles, mais qui n'a pas encore été prélevé. Le pourcentage applicable du capital non prélevé dépend généralement des notes attribuées aux investisseurs admissibles par des agences de notation choisies au préalable. Les paramètres utilisés pour calculer la base d'emprunt ont donc une importance cruciale, et on doit porter attention à la manière dont ils sont définis dans les conventions régissant la facilité.

La base d'emprunt est généralement limitée au capital non prélevé, et la garantie devrait être du

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

même ordre, c'est-à-dire limitée à la cession et la mise en gage du capital non prélevé et des droits du commandité à faire des appels de capital. La cession et la mise en gage sont parfois accompagnées d'une procuration en faveur du prêteur autorisant celui-ci à faire des demandes de capital auprès des investisseurs au nom du commandité à la suite d'un défaut aux termes de la facilité de crédit. En outre, le prêteur peut demander l'établissement d'un compte bloqué qui sera grevé d'une sûreté. Les fonds engagés par les investisseurs à la suite des demandes de capital sont déposés dans ce compte, et le prêteur peut prendre le contrôle du compte (ou effectuer des virements quotidiens)[8] à la suite d'un défaut aux termes de la facilité de crédit.

Les Meilleures pratiques de l'ILPA recommandent que les lignes de crédit soient garanties uniquement par les engagements de souscription des commanditaires, et non par les actifs sousjacents des commanditaires individuels ou les actifs investis du fonds. Selon notre expérience, cette recommandation reflète les normes actuelles du marché pour ce type de facilités. Notons que les fonds qui cherchent à réunir des capitaux auprès de régimes de retraite canadiens ne peuvent généralement pas accorder de sûreté grevant les actifs des commanditaires (même si une telle sûreté ne grèverait que les parts du fonds détenues par ceux-ci), puisqu'il est habituellement interdit à de tels commanditaires d'emprunter de l'argent (sauf dans des circonstances précises). Ces commanditaires peuvent donc craindre que toute obligation de leur part envers le prêteur entraîne une violation de cette interdiction. Pour cette raison, ce type de commanditaires imposent souvent des restrictions (aux termes d'ententes accessoires bilatérales (*side letters*) conclues avec le commandité) sur la capacité du commandité à offrir ce type de sûreté[9]. Il n'est généralement pas non plus possible d'accorder une sûreté grevant les placements du fonds, étant donné que ces placements sont très souvent assortis, entre autres, de restrictions sur les cessions.

Structure « *master-feeder* » et fonds parallèles

Les fonds d'investissement qui utilisent une structure « *master-feeder* » (parfois appelée en français, structure maître-nourricier) ou qui ont des fonds parallèles devraient s'assurer que ces structures et leurs incidences sur le fonds et le prêteur sont bien comprises par toutes les parties participant à l'établissement de la ligne de crédit. La complexité des questions soulevées par ces structures augmente en fonction du niveau de complexité de la structure du fonds. Par exemple, la question de savoir si les autres fonds participant à la structure devraient agir à titre de coemprunteurs ou de cautions sera probablement soulevée par le prêteur, plus particulièrement si la base d'emprunt inclut du capital souscrit à ces autres fonds, mais non prélevé. Si ces actifs font bel et bien partie de la base d'emprunt, ils ne pourront être exclus de la garantie. Il est essentiel d'effectuer une analyse détaillée des modalités de la Convention du fonds et de l'incidence économique des décisions concernant la responsabilité des autres fonds (y compris de déterminer si la responsabilité est conjointe ou solidaire). Dans le cadre de cette analyse, le commandité doit s'assurer que les droits accordés au prêteur aux termes de la facilité de crédit ne favorisent pas certains commanditaires au détriment d'autres commanditaires dans la structure de fonds d'investissement. Ce déséquilibre économique entre les commanditaires, même s'il n'est pas voulu par le commandité et découle uniquement de l'exercice des droits du prêteur, pourrait dans certaines circonstances rendre le commandité redevable envers les commanditaires désavantagés.

Dans le cadre de cette analyse, le commandité doit s'assurer que les droits accordés au prêteur aux termes de la facilité de crédit ne favorisent pas certains commanditaires au détriment d'autres commanditaires dans la structure de fonds d'investissement.

Il ne s'agit là que de quelques exemples des particularités associées aux facilités de crédit adaptées aux fonds d'investissement. En outre, une bonne connaissance par le prêteur des structures souvent associées à ces fonds facilitera le processus de vérification préalable et la compréhension des diverses préoccupations ou questions pouvant être soulevées à l'égard de ces facilités. Par

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

exemple, le commandité voudra généralement limiter la documentation ou les exigences imposées aux commanditaires par un prêteur (pour éviter les délais et les coûts inutiles, mais surtout parce que les commanditaires imposent souvent des restrictions, aux termes d'ententes accessoires bilatérales conclues avec le commandité, relativement aux types de documents qu'ils peuvent être appelés à devoir signer au bénéfice d'un prêteur). Dans de nombreux cas, le prêteur exigera que les investisseurs soient notifiés de la sûreté consentie par le fonds et le commandité à l'égard de leur capital souscrit mais non prélevé. Le prêteur peut également exiger, au lieu de la remise d'un simple avis aux investisseurs, que les investisseurs consentent à la sûreté et aux droits accordés au prêteur en cas de défaut aux termes de la facilité de crédit. Dans certains cas, il peut être justifié pour le prêteur d'obtenir des investisseurs des confirmations du montant de leur capital non prélevé. Les parties doivent être pleinement conscientes des diverses conséquences de ces demandes.

Dans tous les cas, pour simplifier la négociation et l'établissement de la structure des facilités de crédit, le commandité devrait d'abord s'assurer que la Convention du fonds et les diverses ententes accessoires qu'il a conclues avec les commanditaires lui confèrent suffisamment de marge de manoeuvre pour éviter d'avoir à modifier la Convention ou à demander le consentement des commanditaires.

Communication d'information aux commanditaires

Malgré ce qui précède, les facilités de crédit garanties par souscriptions demeurent un outil efficace pour la gestion d'un fonds. Ainsi, les restrictions imposées par les commanditaires devraient viser à faire en sorte que ces facilités sont utilisées par le commandité d'une manière efficace et appropriée (et que les droits accordés au prêteur ne créent pas une responsabilité additionnelle pour les commanditaires). Toutefois, une des principales préoccupations des commanditaires devrait être de s'assurer que le commandité leur communique de l'information adéquate sur l'utilisation de la facilité. Les commandités devraient également être proactifs à cet égard. Les Meilleures pratiques de l'ILPA recommandent que, chaque trimestre, l'information suivante soit fournie aux commanditaires relativement à la facilité: le nombre de jours écoulés depuis chaque tirage, les fins pour lesquelles la ligne de crédit est alors utilisée, le TRI net du fonds avec et sans l'utilisation de la facilité de crédit, les modalités de la facilité de crédit (durée, frais initiaux, commissions d'engagement, etc.) et les coûts du fonds (intérêts et frais). Elles suggèrent également que les comités consultatifs (*advisory committees*) établis par les fonds au bénéfice des commanditaires discutent de ces lignes de crédit dans le cadre de leurs réunions afin de permettre aux investisseurs qui siègent à ces comités d'évaluer si les modalités de ces lignes de crédit sont conformes aux pratiques du marché. L'ILPA propose également que de l'information détaillée sur les modalités des facilités de crédit soit communiquée aux commanditaires, y compris, par exemple, les dispositions susceptibles d'exposer le fonds à des risques supplémentaires (p. ex. toute disposition accordant au prêteur un pouvoir discrétionnaire sur les décisions de gestion ou créant une exposition supérieure au montant global des engagements de souscription non prélevés).

Les commandités devraient par ailleurs s'assurer que le droit d'utiliser ces facilités de crédit est clairement énoncé dans la notice d'offre (*offering memorandum*) ou de placement privé (*private placement memorandum*) remise aux investisseurs.

Conclusion

Les facilités de crédit garanties par des souscriptions offertes aux fonds d'investissement doivent être adaptées à ce secteur très particulier. L'application des principes des prêts traditionnels à ces facilités se traduira par des facilités inadéquates et ne servira les intérêts d'aucune partie. Une règle essentielle continue de s'appliquer pour toutes les parties : les critères économiques d'un fonds et les mécanismes d'une facilité doivent être bien compris par toutes les parties afin que la convention de crédit, la Convention du fonds et les ententes accessoires soient harmonisées et n'entrent pas en conflit. L'objectif ultime est de pouvoir compter sur un mécanisme bien rodé.

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

1. La plupart des fonds de capital-investissement et des fonds de capital de risque sont des sociétés en commandite dont le gestionnaire est le commandité.
2. On trouvera de plus amples renseignements sur la méthode d'établissement de la structure de distribution en cascade dans l'article intitulé « Fonds de capital investissement et de capital de risque au Canada : aperçu de la structure économique » qui a été publié en décembre 2014 dans le bulletin Lavery Capital n° 3.
3. En outre, les commanditaires doivent s'assurer d'avoir des fonds disponibles afin de répondre aux demandes de versement. Par conséquent, ces fonds produisent généralement entre-temps un rendement peu élevé (voire nul). Il s'agit d'une autre raison pour laquelle les commanditaires préfèrent que leurs fonds soient utilisés par le gestionnaire de fonds le plus tôt possible afin de générer un rendement.
4. C'est également la raison pour laquelle les commandités évitent d'effectuer de manière systématique des demandes de versement de capital auprès des commanditaires en prévision de placements futurs qui sont encore incertains dans le seul but de simplifier la gestion des demandes de capital.
5. On trouvera les démonstrations financières dans les Meilleures pratiques de l'ILPA.
6. Certaines Conventions prévoient un seul mécanisme de recouvrement qui s'enclenche à la dissolution du fonds, tandis que d'autres prévoient également un mécanisme de recouvrement intérimaire qui s'applique après un certain nombre d'années.
7. Les Meilleures pratiques de l'ILPA recommandent que la somme maximale pouvant être prélevée sur la facilité soit égale à un pourcentage maximal du capital non prélevé, plutôt que d'être fondée sur le capital souscrit global du fonds.
8. Les modalités d'une convention de blocage de compte peuvent varier, mais elles confèrent ultimement au prêteur le contrôle des fonds déposés dans le compte en cas de défaut aux termes de la facilité de crédit.
9. On trouvera de plus amples renseignements sur les restrictions applicables aux régimes de retraite dans l'article intitulé « Les régimes de retraite et leurs règles en matière de placement : investir dans un fonds d'investissement en toute conformité » publié dans le bulletin Lavery Capital n° 12 (octobre 2016). Pour la même raison, les régimes de retraite canadiens souhaitent parfois restreindre la capacité du commandité à accorder au prêteur des droits lui permettant d'exiger que la facilité soit remboursée directement par les commanditaires.

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.