

Dettes privées semi-liquides: Une révolution silencieuse



INVESTMENT INSIGHT | PRIVATE MARKETS DISTRIBUTION | Novembre 2024

Points clés

- Des structures de fonds innovantes sur les marchés privés sont désormais accessibles aux clientèles intermédiées et aux conseillers en gestion de patrimoine.
- Ces structures, connues sous le nom de fonds semi-liquides, offrent un certain nombre d'avantages aux clients fortunés, grâce à des caractéristiques conçues pour répondre à leurs besoins spécifiques en matière de liquidité, de risque et de performance.
- Les fonds semi-liquides ont connu la croissance la plus rapide dans la dette privée, une classe d'actifs présentant des caractéristiques de liquidité, de diversification et de valorisation convenant parfaitement à ces structures.

Démocratiser l'accès aux produits alternatifs

Selon les prévisions d'un rapport récent, l'AUM des fonds alternatifs devrait atteindre 29 200 milliards \$ d'ici 2029, soit une hausse de 74 % par rapport à 2016.¹ La croissance des investissements en actifs alternatifs reste robuste, et la base d'investisseurs s'élargit inévitablement à mesure que les gestionnaires d'actifs innovent pour répondre aux besoins de plus en plus diversifiés des investisseurs.

En particulier, le segment de la gestion de fortune s'impose rapidement comme un secteur clé de la croissance des marchés privés. Selon McKinsey, entre 3 et 5 % des actifs investis sur les marchés privés devraient provenir de la gestion de fortune aux États-Unis d'ici 2025, contre 2 % en 2020, soit une augmentation de 500 milliards \$ pour un total de 1 300 milliards \$.² Les demandes des investisseurs pour des produits plus liquides et une meilleure accessibilité ont contribué progressivement à l'essor discret mais régulier des produits alternatifs dans le secteur de la gestion de fortune.

Veuillez consulter la page 4 pour prendre connaissance « d'informations et avertissements importants ».

¹ Preqin. « Le marché mondial des produits alternatifs en bonne voie pour dépasser les 30 000 milliards \$ d'ici 2030 ». 18 septembre 2024.

² McKinsey. « Wealth management aux États-Unis: de la croissance attendue pour la décennie à venir 16 février 2022.

AUTEUR



PATRICK REID, CFA
Managing Director,
Private Markets
Distribution

Les gestionnaires d'actifs répondent à ces besoins en développant de nouvelles structures de fonds et en ajustant les stratégies afin de tenir compte des diverses exigences. En gros, ils « démocratisent » l'accès en mettant à la disposition d'un plus grand nombre d'investisseurs une gamme de classes d'actifs des marchés

privés qui ont toujours été l'apanage des investisseurs institutionnels.

Souvent appelées fonds semi-liquides, ces structures innovantes présentent plusieurs avantages pour les investisseurs professionnels et non professionnels au sein de la gestion de fortune.

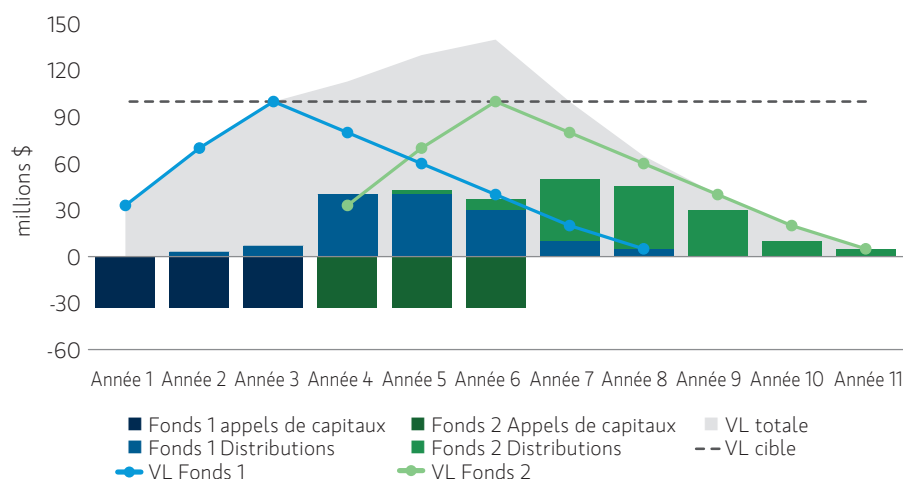
Il existe également des considérations importantes en matière de liquidité et de performance auxquelles les investisseurs doivent rester attentifs. Dans ce document, nous présentons les principales caractéristiques des fonds semi-liquides. Ensuite nous soulignons la pertinence des fonds semi-liquides pour la dette privée, un secteur de plus en plus demandé.

GRAPHIQUE 1

Appels de capitaux et distributions : Fonds semi-liquides vs. fonds fermés

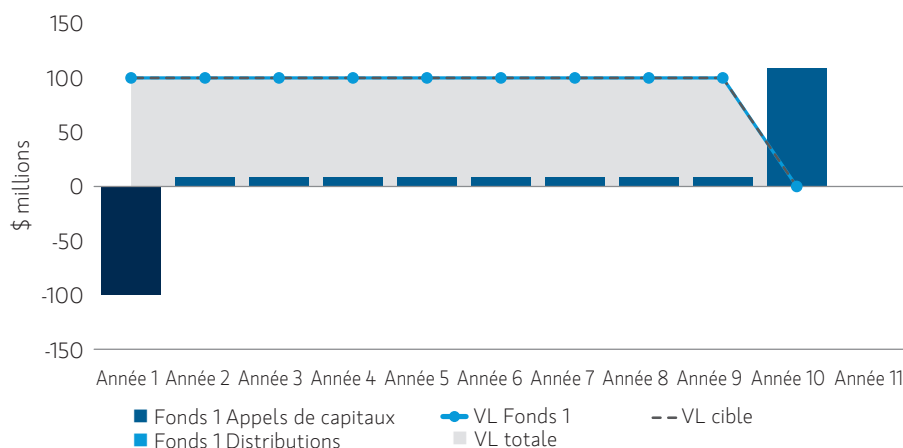
Structures des fonds fermés

Les investisseurs qui ont recours aux structures traditionnelles de fonds fermés doivent investir dans plusieurs fonds pour maintenir leur exposition cible à une classe d'actifs donnée dans la durée. Leur exposition totale correspondra à la valeur liquidative (VL) combinée de ces fonds, qui peut fluctuer en raison de la diversité des échéances des appels de capitaux et des distributions de liquidités. Ces facteurs, essentiels pour déterminer la valeur liquidative d'un fonds, compliquent souvent l'alignement des expositions réelles et ciblées. Par conséquent, les investisseurs doivent être plus attentifs à la gestion des délais d'engagement des capitaux, aux multiples flux de trésorerie et au reporting consolidé, y compris pour les impôts.



Structures de fonds semi-liquides

Les structures semi-liquides entièrement financées permettent aux investisseurs d'obtenir immédiatement l'exposition souhaitée par le biais d'un engagement unique, tout en conservant une exposition proche de leur allocation cible. L'objectif des fonds est de générer des flux de trésorerie réguliers. Bien qu'ils ne soient pas garantis et qu'ils soient soumis à des plafonds, les fonds semi-liquides visent également à fournir une liquidité complète en un seul remboursement.



Source : Morgan Stanley Investment Management. Au 12 novembre 2024. Les déclarations ci-dessus reflètent les points de vue et opinions de MSIM à la date du présent document et non à une date ultérieure, et ne seront ni mises à jour ni complétées. À titre d'illustration uniquement et non représentatif d'une quelconque transaction réelle ou anticipée. Les tendances historiques ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Toutes les prévisions peuvent varier et ne pas se concrétiser en raison de l'évolution de la conjoncture économique et des conditions du marché.

Investir de manière continue

Les fonds traditionnels du marché privé, connus sous le nom de « drawdown » ou fonds fermés, ont généralement une période de commercialisation prédéfinie Appels de capitaux et distributions: Fonds semi-liquides vs. fonds fermés Structures des fonds fermés au terme de laquelle le gérant (« General Partner » ou « GP ») appelle progressivement les souscriptions des investisseurs (« Limited Partner » ou « LP »), généralement sur une période de quatre à six ans En revanche, les fonds semi-liquides sont ouverts et offrent un accès permanent, permettant aux détenteurs d'actifs de rester investis aussi longtemps qu'ils le souhaitent. Du point de vue de l'investisseur, cela est souvent considéré comme une démocratisation de l'accès aux produits alternatifs, qui les rapprochent des investissements traditionnels dans la manière dont ils sont négociés. Pour attirer les investisseurs dans ces nouvelles structures, certains organismes de réglementation ont également abaissé les seuils d'investissement en introduisant de nouveaux types de véhicules d'investissement.

Au-delà des due diligence incessantes

Les intermédiaires et les gestionnaires de fortune consacrent une grande partie de leur temps à effectuer des contrôles préalables (« due diligence ») pour le compte des investisseurs afin de mettre les produits « sur la plateforme ». Pour les fonds fermés, le processus exige généralement qu'ils effectuent des vérifications préalables sur le gérant et la stratégie. Ils répètent ensuite ce processus à chaque fois qu'un nouveau gérant

Idée en bref

UN MEILLEUR ACCÈS: Des solutions de fonds innovantes ont vu le jour pour rationaliser les procédures d'allocation et de rachat, élargissant ainsi l'accès à l'investissement sur les marchés privés aux intermédiaires et aux gestionnaires de fortune.

DIFFÉRENCES: Les structures semi-liquides ont été conçues pour répondre aux besoins spécifiques des intermédiaires et des gestionnaires de fortune, et présentent plusieurs différences par rapport aux fonds fermés traditionnels que les investisseurs doivent prendre en compte.

DISPONIBILITÉ: Les lancements de fonds semi-liquides augmentent sur les marchés privés, en particulier dans la dette privée, une classe d'actifs assortie de paiements réguliers, d'une liquidité d'investissement connue, de méthodes de valorisation établies et d'un potentiel de diversification.

arrive sur le marché Pour chaque fonds fermé, le responsable de l'allocation doit faire appel de manière épisodique à son équipe chargée des contrôles préalables, puis, après approbation de ces contrôles, promouvoir l'offre dans le cadre d'une fenêtre de commercialisation généralement courte et limitée. Les solutions semi-liquides ouvertes permettent d'alléger les processus de due diligence. Leur structure permet à l'intermédiaire ou au spécialiste de l'allocation de souscrire à l'avance et de se concentrer ensuite sur le suivi et la commercialisation continue, plutôt que de réengager systématiquement un nouveau processus.

La disponibilité des produits « en rayon » permet aux investisseurs de décider de leur exposition. D'une certaine manière, cette facilité n'est pas sans rappeler l'allocation à une série de fonds dans la durée, mais d'une manière beaucoup plus efficace qui offre aux investisseurs un plus grand choix quant à leur exposition et à leur diversification. Contrairement aux fonds fermés, si les conditions évoluent, les structures semi-liquides offrent aux investisseurs la possibilité d'interrompre leur allocation.

Simplification opérationnelle

D'un point de vue opérationnel, éviter les appels périodiques de capitaux intéresse autant les intermédiaires que les investisseurs finaux. Dans les structures semi-liquides, le capital est engagé et appelé une seule fois, après quoi les investisseurs peuvent choisir d'effectuer des souscriptions supplémentaires. Pour de nombreux

investisseurs, la possibilité de s'engager en une seule fois, comme ils le feraient dans des fonds traditionnels, est très appréciée. Si on les compare aux fonds fermés traditionnels des marchés privés: Les appels de capitaux et les investissements s'échelonnent sur plusieurs années, obligeant l'investisseur à gérer soigneusement le capital engagé afin de répondre aux appels de capitaux futurs.

Pour les intermédiaires et les gestionnaires de fortune, les fonds semi-liquides sont moins « ressource intensive ». La nécessité pour les équipes opérationnelles de surveiller et de communiquer les appels de capitaux passés ou à venir qu'un investisseur peut avoir retardés ou manqués est très réduite dans le format semi-liquide.

Considérations

PERFORMANCE DES INVESTISSEMENTS

Les fonds fermés traditionnels sont conçus pour des motifs d'investissement spécifiques. Par exemple, en n'appelant le capital qu'en cas de besoin, les gérants tentent de maximiser le taux de rentabilité interne (TRI) et les multiples du capital investi (MOIC) des clients en investissant dans les meilleures opportunités lorsqu'elles se présentent sur le marché. Cet arrangement donne aux investisseurs la possibilité d'utiliser ces liquidités pendant la période où le gérant du fonds fermé ne fait pas appel au capital.

L'investissement initial pour les fonds semi-liquides peut avoir des implications différentes en termes

de performance. La responsabilité de l'allocation du capital incombe au gérant, qui doit s'efforcer d'agir rapidement pour éviter que les liquidités ne pèsent sur la performance, c'est-à-dire que leur rendement plus faible restant dans le portefeuille ne dilue la performance globale. Mais en renonçant au contrôle des échéances des flux de trésorerie, le gérant du fonds semi-liquide doit généralement conserver une « poche de liquidité », composée de liquidités et/ou d'investissements sur les marchés cotés, pour conserver le capital s'il ne peut pas être immédiatement investi dans une opportunité d'investissement sur les marchés privés.

Le capital inexploité dans la poche de liquidité peut affecter la performance globale, en fonction, bien sûr, de sa performance par rapport au marché privé ciblé. Les investisseurs qui évaluent les fonds semi-liquides devront tenir compte de cette caractéristique et décider si la prime d'illiquidité est acceptable et s'il est justifié de disposer d'une certaine liquidité.

PROFIL DE RISQUE

Avec les appels de capitaux initiaux dans les fonds semi-liquides, le gérant doit allouer l'intégralité du capital. Comme nous l'avons mentionné, les gérants incapables d'investir rapidement sur les marchés privés peuvent investir ailleurs, par exemple dans des classes d'actifs traditionnelles. Inévitablement, une telle exposition pourrait accroître la corrélation avec les marchés traditionnels. Comprendre comment

une telle exposition affecte le profil de risque mérite une certaine attention de la part des investisseurs.

VALORISATION

Dans les structures semi-liquides, la confiance et le calcul précis des valorisations pour les investisseurs entrants et sortants sont primordiaux. Par exemple, des problèmes peuvent survenir si les investisseurs se désengagent à des valorisations élevées et que cela se fait au détriment des investisseurs restants. De même, des investisseurs se positionnant à des points d'entrée sous-évalués pourraient désavantager d'autres investisseurs. Les problèmes de valorisation peuvent bien sûr être atténués par des procédures de valorisation appropriées. Les investisseurs doivent tester ces procédures dans le cadre du processus

de due diligence et ne sélectionner que les stratégies qui démontrent une capacité fiable à fixer le prix des investissements équitablement pour tous les investisseurs.

À l'instar des structures semi-liquides, il est également essentiel de disposer de méthodes de valorisation fiables pour les fonds fermés. Toutefois, la nature plus synchrone des appels et de la distribution des capitaux à tous les investisseurs du fonds simultanément réduit la complexité de la fixation du prix à laquelle sont confrontés les fonds semi-liquides.

AVANTAGES DU RACHAT

La possibilité d'effectuer des rachats comme bon leur semble est attractif pour les investisseurs. Les structures semi-liquides facilitent le choix des rachats par rapport aux solutions

traditionnelles moins liquides du marché privé. Plus précisément, les fonds semi-liquides proposent une option qui permet des rachats périodiques, généralement sur une base trimestrielle, sous réserve de plafonds de rachats (un mécanisme en place pour restreindre les rachats au-delà d'un certain pourcentage). Le mécanisme de rachat permet aux gérants de verser des liquidités de manière ordonnée, ce qui donne aux investisseurs la possibilité d'ajuster leur exposition au fil du temps et de puiser des liquidités dans une solution jusqu'alors moins liquide.

Pour fournir de la liquidité, il existe aussi les mécanismes de souscriptions qui remplacent les rachats et, dans certains cas, les lignes de crédit. Ces deux mécanismes sont utiles mais il ne faut pas en être entièrement tributaire.

GRAPHIQUE 3 Principales différences

Fonds semi-liquides	Fonds fermés
<ul style="list-style-type: none"> ▪ PERFORMANCE: Une partie du capital est généralement détenue sous forme de liquidités et/ou d'investissements cotés au sein d'une poche de liquidité, ce qui signifie qu'une partie de la performance du fonds provient des marchés traditionnels. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les gérants de fonds tentent de maximiser le TRI et le MOIC des clients en ne faisant des appels de capitaux que lorsque les meilleures opportunités se présentent.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ RISQUE: Les corrélations des actifs de la poche de liquidité peuvent être plus élevées avec les actifs traditionnels qu'avec les actifs du marché privé. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les actifs cotés sont limités par rapport aux véhicules semi-liquides, ce qui devrait apporter un degré de diversification supplémentaire par rapport aux actifs traditionnels.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ VALORISATION: Des procédures de valorisation claires et fiables sont essentielles pour assurer un traitement équitable des investisseurs entrants et sortants en matière de fixation des prix. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les fonds fermés sont moins confrontés à la complexité des valorisations, étant donné le schéma relativement simple de contribution et de distribution d'un fonds.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ RACHATS: Pour les investisseurs, les mécanismes de rachat offrent une plus grande souplesse dans le remboursement du capital sur une base plus prévisible et plus régulière. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La fréquence des distributions dépend généralement du moment où les actifs détenus dans le fonds sont vendus, ce qui peut être difficile à prévoir pour les investisseurs.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ COMPORTEMENT DES INVESTISSEURS: Les gérants doivent trouver un équilibre entre la nécessité de disposer de liquidités et la détention d'actifs moins liquides dans le portefeuille, mettant davantage l'accent sur la rigueur d'achat et de vente. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La pression limitée pour maintenir la liquidité offre aux gérants une plus grande flexibilité pour choisir le moment d'acheter et de vendre leurs actifs sur le marché privé.

Les investisseurs doivent évaluer les options de rachat pour déterminer la plus appropriée. Ils doivent également tenir compte de tout compromis potentiel concernant la prime d'illiquidité qu'ils recherchent et se demander s'ils pensent générer un niveau de rendement et de risque proportionnel. Les réponses varieront en fonction de chaque stratégie semi-liquide et de l'appétit de chaque investisseur.

AUTRES COMPORTEMENTS DES INVESTISSEURS

En introduisant des exigences supplémentaires en matière de liquidité, le comportement des gérants peut changer et influencer le profil rendement/risque du fonds. Dans une structure semi-liquide, le gérant peut être contraint d'allouer rapidement des liquidités afin d'éviter une contribution négative des liquidités et une diminution des conditions d'investissement. Il peut également être contraint de vendre pour pouvoir satisfaire les ordres de rachat des investisseurs. À l'inverse, les structures plus traditionnelles offrent aux gérants la possibilité d'allouer les capitaux et de liquider les positions comme et quand ils le souhaitent.

Par conséquent, le processus d'investissement n'est pas aussi simple pour le gérant de fonds semi-liquides. Il doit adopter une approche rigoureuse des ventes d'actifs pour éviter de se retrouver en position ou il est contraint de le faire. Les mécanismes de gates, qui permettent aux gérants de limiter les rachats, sont utiles à cet égard. Toutefois, ils risquent de provoquer l'insatisfaction des clients s'ils sont mal gérés.

Les gérants peuvent également atténuer les risques de liquidité en diversifiant leur base d'investisseurs.

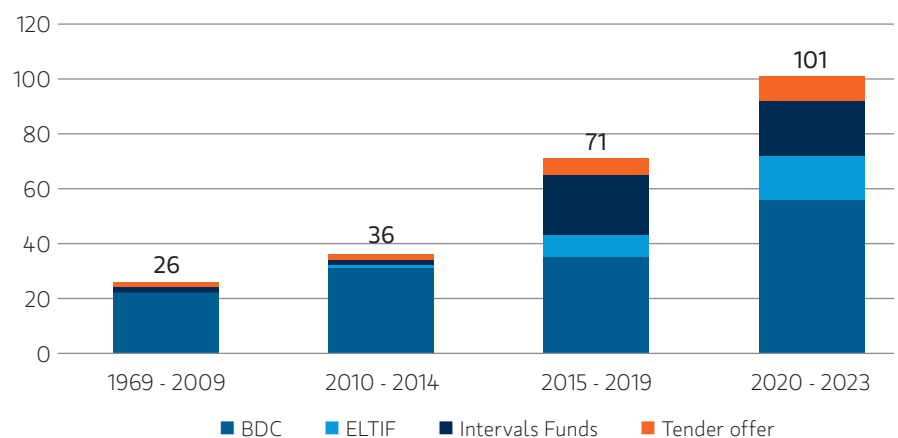
Popularité dans la dette privée

La dette privée est un segment des marchés privés en pleine expansion, avec des actifs sous gestion et des capitaux engagés évalués à environ 1 700 milliards \$ rien qu'aux États-Unis.³

GRAPHIQUE 4

Les fonds de dette privée se multiplient pour répondre à la demande des investisseurs

Lancement d'un fonds de dette privée



Source : Preqin, Morgan Stanley Investment Management. Au 31 décembre 2023.

Les véhicules semi-liquides font partie de ce scénario de croissance, soutenus par le nombre croissant deancements de fonds ces dernières années, en particulier entre 2020 et 2023 (graphique 4).

Alors que la disponibilité des fonds semi-liquides progresse sur les marchés privés, la dette privée a été le segment enregistrant la croissance la plus rapide à ce jour. Les principales structures d'investissement comprennent les BDC, les « European Long-Term Investment Funds » (ELTIF), les fonds à intervalle et les offres de rachat. Les structures SICAV Part II sont également de plus en plus reconnues et disponibles en Europe et en Asie.

Il n'est pas surprenant que cette classe d'actifs ait connu une croissance aussi forte. Les titres de dette privée présentent plusieurs caractéristiques qui conviennent bien à une structure semi-liquide, notamment:

- des paiements contractuels via des coupons réguliers
- une liquidité connue grâce au remboursement du principal à terme
- une valorisation cohérente grâce à des indicateurs standardisés

Conclusion

La croissance des fonds semi-liquides devrait se poursuivre et, comme nous l'avons souligné, ces véhicules présentent de nombreux avantages pour les investisseurs souhaitant s'exposer aux marchés privés. Il est important de noter qu'il existe des différences essentielles par rapport aux fonds fermés traditionnels méritant d'être prises en compte par les investisseurs. Les investisseurs doivent également tenir compte des caractéristiques d'investissement des différentes classes d'actifs au sein d'une structure de type ouvert et de la manière dont une allocation pourrait compléter leur stratégie globale. La disponibilité des véhicules semi-liquides augmente dans le segment des actifs alternatifs, la plus forte augmentation étant enregistrée dans la dette privée. Bien que cela ne soit pas surprenant, compte tenu de l'adéquation de la classe d'actifs à ces structures, nous pensons que ce n'est que le début d'une tendance séculaire à long terme sur les marchés privés. Formulé simplement, les investisseurs fortunés, comme leurs homologues institutionnels, souhaitent accéder au potentiel de rendement et aux avantages de diversification des marchés privés, et cela devient désormais possible.

³ Morgan Stanley. Private Credit Tracker. Au 29 juillet 2024.

Considérations sur les risques

Les investissements alternatifs sont de nature spéculative et comportent un degré de risque élevé. Les investisseurs peuvent perdre la totalité ou une partie substantielle de leur investissement. Les instruments alternatifs s'adressent uniquement aux investisseurs à long terme qui acceptent de renoncer à la liquidité et d'exposer leur capital au risque pour une période indéfinie. Les investissements alternatifs sont généralement très peu liquides – il n'existe pas de marché secondaire pour les fonds privés et il peut y avoir des restrictions sur les rachats, les cessions ou autres transferts d'investissement dans des fonds privés. Les fonds d'investissement alternatifs ont souvent recours à l'effet de levier et à d'autres pratiques spéculatives qui peuvent accroître la volatilité et le risque de perte. Les investissements alternatifs sont généralement assortis de frais plus élevés que les autres véhicules d'investissement, et ces frais réduisent la performance obtenue par les investisseurs.

Dans le cours normal de ses activités, Morgan Stanley exerce un large éventail d'activités comprenant, entre autres, le conseil financier, les services de banque d'investissement, la gestion d'actifs et le parrainage et la gestion de fonds d'investissement privés. Dans le cadre de ces activités, les intérêts de Morgan Stanley peuvent entrer en conflit avec ceux de ses clients.

Les fonds d'investissement alternatifs sont peu réglementés, ne sont pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les fonds communs de placement et ne sont pas tenus de fournir aux investisseurs des informations périodiques concernant les prix ou les valorisations. Les stratégies d'investissement décrites dans les pages précédentes peuvent ne pas convenir à votre situation personnelle. Par conséquent, nous vous recommandons de consulter vos propres conseillers fiscaux, juridiques ou autres, tant en amont de tout investissement que de manière régulière, afin de déterminer si c'est le cas ou non. Aucune décision d'investissement ne doit être prise sans avoir tenu compte des risques encourus et sans que vos conseillers fiscaux, comptables, juridiques ou autres, selon ce que vous jugerez pertinent, n'aient été consultés.

La gamme exhaustive de services offerts par Morgan Stanley couvre un large éventail de services financiers, dont le négoce et le courtage de titres, la banque d'investissement, la recherche et l'analyse, le financement et le conseil financier. Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

AVIS IMPORTANT

Ce document a pour seul but d'informer et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un titre, d'un autre investissement ou d'un service, ni une incitation à collecter des fonds ou des dépôts. Les investissements mentionnés peuvent ne pas convenir à tous les clients. Tout produit mentionné dans le présent document ne peut être acheté qu'après que le client a examiné attentivement la note d'information et signé les documents de souscription.

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement fonctionnera dans toutes les conditions du marché et il revient à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de détérioration du marché.

Les opinions et les points de vue et/ou les analyses exprimés sont ceux de l'auteur ou de l'équipe de gestion à la date de publication: ils peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique et ne pas se concrétiser. En outre, les opinions ne seront pas mises à jour ou corrigées dans le but de refléter les informations publiées a posteriori, des situations existantes ou des changements se produisant après la date de publication. Les opinions exprimées ne reflètent pas les opinions de tous les gérants de portefeuille de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) et ses filiales et sociétés affiliées (collectivement désignées par « la Société »). Elles peuvent ne pas être prises en compte dans toutes les stratégies et tous les produits proposés par la Société.

Les prévisions et/ou estimations fournies dans le présent document sont susceptibles de changer et pourraient ne pas se matérialiser. Les informations concernant les performances attendues et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs ou de l'équipe de gestion. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire la performance future d'une stratégie ou d'un produit proposé par la Société. Les résultats futurs peuvent considérablement varier en fonction de facteurs tels que l'évolution des marchés des valeurs mobilières ou des marchés financiers ou des conditions économiques générales.

Ce document a été préparé sur la base d'informations publiques, de données élaborées en interne et d'autres sources externes jugées fiables. Toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à la fiabilité de ces informations et la Société n'a pas cherché à vérifier en toute indépendance les informations provenant de sources publiques et externes.

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et toute l'information qu'il contient a été préparée uniquement à des fins d'information et d'éducation et ne constitue pas une offre ni une recommandation d'achat ni de vente d'un titre en particulier ni d'adoption d'une stratégie de placement particulière. Les informations contenues dans le présent document ne s'appuient pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement,

les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

Les graphiques et diagrammes fournis dans le présent document le sont uniquement à titre d'illustration. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Les indices ne sont pas gérés et ne comprennent ni frais, ni droits, ni commissions de vente. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Tout indice mentionné dans le présent document est la propriété intellectuelle du fournisseur concerné (y compris les marques déposées). Les produits reposant sur des indices ne sont pas sponsorisés, approuvés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

Ce document n'est pas un produit du département de recherche de Morgan Stanley et ne doit pas être considéré comme un document ou une recommandation de recherche.

La Société n'a pas autorisé les intermédiaires financiers à utiliser ni à distribuer le présent document, à moins que cette utilisation et cette distribution ne soient effectuées conformément à la législation et à la réglementation en vigueur. De plus, les intermédiaires financiers sont tenus de s'assurer que les informations contenues dans ce document soient adaptées aux personnes à qui ils le fournissent au vu de leur situation et de leurs objectifs. La Société ne peut être tenue responsable et rejette toute responsabilité en cas d'utilisation abusive de ce document par tout intermédiaire financier.

Ce document peut être traduit dans d'autres langues. Lorsqu'une telle traduction est faite, seule la version anglaise fait foi. S'il y a des divergences entre la version anglaise et une version de ce document dans une autre langue, seule la version anglaise fait foi.

Il est interdit de reproduire, copier, modifier, utiliser pour créer un document dérivé, interpréter, afficher, publier, poster, mettre sous licence, intégrer, distribuer ou transmettre tout ou une partie de ce document, directement ou indirectement, ou de divulguer son contenu à des tiers sans le consentement écrit explicite de la Société. Il est interdit d'établir un hyperlien vers ce document, à moins que cet hyperlien ne soit destiné à un usage personnel et non commercial. Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par la loi sur les droits d'auteur et par toute autre loi applicable.

Eaton Vance fait partie de Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

DISTRIBUTION

Ce document s'adresse et ne doit être distribué exclusivement qu'aux personnes résidant dans des pays ou territoires où une telle distribution ou mise à disposition n'est pas contraire aux lois et réglementations locales en vigueur.

MSIM, la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley (NYSE: MS) et ses sociétés affiliées ont passé des accords pour commercialiser leurs produits et services respectifs. Chaque société affiliée de MSIM est

réglementée de manière appropriée dans le pays où elle est présente. Les sociétés affiliées de MSIM sont: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC et Atlanta Capital Management LLC.

Ce document a été publié par une ou plusieurs des entités suivantes:

EMEA

Ce document s'adresse aux clients professionnels/investisseurs accrédités uniquement.

Dans l'UE, les documents de MSIM et d'Eaton Vance sont publiés par MSIM Fund Management (Ireland) Limited (« FMIL »). FMIL est une société privée à responsabilité limitée par actions immatriculée en Irlande sous le numéro 616661 et réglementée par la Banque centrale d'Irlande. Son siège social est situé au 24-26 City Quay, Dublin 2, D02 NY 19, Irlande.

En dehors de l'UE, les documents de MSIM sont publiés par Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), une société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'immatriculation: 1981121. Siège social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

En Suisse, les documents de MSIM sont publiés par Morgan Stanley & Co. International plc, Londres, succursale de Zurich, une société agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Siège social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse.

En dehors des États-Unis et de l'Union européenne, les documents d'Eaton Vance sont publiés par Eaton Vance Management (International) Limited (« EVMI ») 125 Old Broad Street, Londres, EC2N 1AR, Royaume-Uni, qui est agréé et réglementé au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Italie: MSIM FMIL (succursale de Milan), (Sede Secondaria di Milano), Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milan, Italie. **Pays-Bas:** MSIM FMIL (succursale d'Amsterdam), Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. **France:** MSIM FMIL (succursale de Paris), 61, rue de Monceau, 75008 Paris, France. **Espagne:** MSIM FMIL (succursale de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Espagne. **Allemagne:** MSIM FMIL (succursale de Francfort), Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Francfort, Allemagne (Catégorie: succursale (FDI) selon l'article 53b de la KWG (loi bancaire allemande)). **Danemark:** MSIM FMIL (succursale de Copenhague), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Danemark.

MOYEN-ORIENT

Dubaï: MSIM Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, Émirats arabes unis. Téléphone: +97 (0) 14 709 7158). Ce document est distribué dans le Centre financier international de Dubaï par Morgan Stanley Investment Management Limited (bureau de représentation), une entité réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). Il n'est destiné qu'à être utilisé par des clients professionnels et des contreparties de marché. Ce document n'est pas destiné à être distribué aux clients particuliers, et ceux-ci ne doivent pas agir sur la base des informations contenues dans ce document.

Ce document concerne un produit financier qui n'est soumis à aucune forme de réglementation ou d'approbation par la DFSA. La DFSA n'est pas responsable de l'examen ou de la vérification des documents relatifs à ce produit financier. Par conséquent, la DFSA n'a pas approuvé ce document ou tout autre document associé, ni pris de mesures pour vérifier les informations qui y figurent, et décline toute responsabilité à cet égard. Le produit financier auquel ce document se rapporte peut être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente ou son transfert. Les acheteurs potentiels sont tenus d'effectuer leurs propres vérifications concernant ce produit financier. Si vous ne comprenez pas le contenu de ce document, veuillez consulter un conseiller financier agréé.

États-Unis

NON ASSURÉ PAR LE FDIC | ABSENCE DE GARANTIE BANCAIRE | POSSIBLE PERTE DE VALEUR | NON ASSURÉ PAR DES AGENCES GOUVERNEMENTALES FÉDÉRALES | NE CONSTITUE PAS UN DÉPÔT Amérique latine (Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Uruguay)

Ce document est destiné à être utilisé uniquement par un investisseur institutionnel ou un investisseur qualifié. Toutes les informations contenues dans ce document sont confidentielles et destinées à l'usage et à l'examen exclusifs de son destinataire visé et ne sauraient être transmises à un tiers.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre publique, une sollicitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'un(e) quelconque produit, service, instrument financier et/ou stratégie. La décision d'investir ne doit être prise qu'après avoir lu la documentation sur la stratégie et mené une due diligence approfondie et indépendante.

ASIE-PACIFIQUE

Hong Kong: Le présent document est diffusé par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoiede exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué, ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour:** Ce document est diffusé par Morgan Stanley Investment Management Company et ne peut être transmis ou diffusé, directement ou indirectement, à des personnes à Singapour autres que (i) des investisseurs accrédités (ii) des investisseurs experts ou (iii) des investisseurs institutionnels tels que définis dans la section 4A de la loi Securities and Futures Act, chapitre 289 de Singapour (« SFA ») ; ou (iv) autrement, en vertu et conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Cette publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie:** Ce document est publié par Morgan Stanley Investment Management (Australie) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL No. 314182 et ses affiliés et ne constitue pas une invitation à investir. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited donne les moyens aux filiales de MSIM de fournir des services financiers à la clientèle de gros en Australie. Une invitation à investir ne peut être proposée que lorsqu'aucune publication d'information n'est requise par la Corporations Act 2001 (Cth) (la « Corporations Act »). Toute invitation à investir ne pourra pas être considérée comme telle si une publication d'information est requise par la Corporations Act 2001 et ne sera faite qu'à des personnes ayant le statut de « client de gros » (wholesale client), tel que défini dans la Corporations Act. Ce document ne sera pas déposé auprès de l'Australian Securities and Investments Commission.

Japon

Pour les investisseurs professionnels, ce document est distribué à titre informatif seulement. Pour ceux qui ne sont pas des investisseurs professionnels, ce document est fourni par Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (« MSIMJ ») dans le cadre de conventions de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et de conventions de conseils en placement (« IAA »). Il ne s'agit pas d'une recommandation ni d'une sollicitation de transactions ou d'offre d'instruments financiers en particulier. En vertu d'une convention portant sur la gestion des actifs d'un client, le client indique à l'avance les politiques de gestion de base et charge MSIMJ de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction notamment de l'analyse de la valeur des titres, et MSIMJ accepte cette mission. Le client doit déléguer à MSIMJ les pouvoirs nécessaires à l'investissement. MSIMJ exerce les pouvoirs délégués sur la base de ses propres décisions d'investissement, et le client s'interdit d'émettre des instructions individuelles. Tous les profits et pertes d'investissement reviennent aux clients ; le principal n'est pas garanti. Avant d'investir, les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, la nature des risques et les frais associés à la stratégie. À titre de commission de conseils en investissement pour une gestion conseillée (IAA) ou une discrétionnaire (AMIIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,20% par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais directs peuvent également être supportés, tels que des commissions de courtage pour des titres émis par des personnes morales. Étant donné que ces frais et dépenses sont différents selon le contrat et d'autres facteurs, MSIMJ ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc. à l'avance. Tous les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIMJ, immatriculée sous le numéro 410 (Directeur du Bureau des finances locales de Kanto (Entreprises d'instruments financiers)), membre de: la Japan Securities Dealers Association, l'Investment Trusts Association, Japon, la Japan Investment Advisers Association et la Type II Financial Instruments Firms Association.

