



Commentaire de Fulcra – T4 2025

Le Fonds de titres de sociétés Lysander-Fulcra (le « Fonds ») a affiché un rendement de 4,7 % en 2025 (Série F). Bien que les marchés du crédit aient été globalement favorables en 2025, la performance du Fonds, dont la durée était d'environ deux ans, reposait principalement sur la génération de revenus en espèces ainsi que sur certains investissements liés à des situations événementielles ciblées.

Rendement composé (%)** - Série F

| 1 MOIS | 3 MOIS | 6 MOIS | ACJ | 1 AN | 3 ANS | 5 ANS | DEPUIS LA CRÉATION *** |
|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|------------------------------|
| 0,3 % | 0,3 % | 2,7 % | 4,7 % | 4,7 % | 6,2 % | 5,5 % | 5,2 % |

Au 31 décembre 2025

** Les données sur le rendement sur plus d'un an sont annualisées

*** Création : 30 décembre 2016

Les commentaires de fin d'année sont souvent utiles pour celles et ceux qui consultent principalement la « fiche de rendement »; nous estimons toutefois qu'il est tout aussi important de réfléchir aux risques qui sont négligés et aux domaines où pourraient émerger les prochaines occasions. En investissement en crédit, tout comme en actions, les plus grandes erreurs ne sont généralement pas commises lorsque les investisseurs ressentent de la crainte, mais plutôt lorsqu'ils se sentent en sécurité.

Malgré la crise liée aux droits de douane imposés par Trump en avril dernier, les écarts de crédit sont demeurés relativement serrés et les émissions obligataires sont restées soutenues, principalement à des fins de refinancement. Il s'agissait d'un environnement où les investisseurs se voyaient constamment rappeler que « tout va bien », et où la prudence était pénalisée par une sous-performance.

Lorsque les écarts sont serrés et que les marchés sont liquides, les emprunteurs peuvent refinancer et renouveler leurs titres arrivant à échéance avec facilité. Les défauts demeurent limités. C'est souvent à ce stade du cycle que de nombreux investisseurs commencent à faire preuve de moins de discernement.

FULCRA ASSET MANAGEMENT

Matt Shandro,
**Gestionnaire
de portefeuille**

[Profil LinkedIn](#) 

LYZ935F
Fonds de titres de sociétés
Fulcra Lysander



Nous estimons que le marché ne tient pas suffisamment compte des risques. Lorsque les capitaux sont abondants, la différence entre un bon prêt et un mauvais prêt peut sembler négligeable. Toutefois, lorsque le capital devient sensiblement plus coûteux, cette différence peut devenir très concrète.

Nous considérons cela comme une évolution saine, car la mauvaise évaluation des risques est à l'origine des occasions d'investissement. Si tout est correctement évalué, l'investissement en crédit se résume alors à une simple collecte de coupons.

Dans la pratique, les meilleures occasions différenciées en crédit proviennent souvent de ventes forcées, de complexités mal comprises, de dislocations temporaires, d'événements corporatifs ou d'un pessimisme excessif. À la fin de 2025, nous qualifierions le marché du crédit comme étant plus proche de la complaisance que de la crainte. Lorsque les valorisations sont élevées, l'élément clé du succès à long terme n'est pas l'agressivité, mais la sélectivité. C'est pourquoi le Fonds maintient une posture structurellement prudente : une durée courte, un rendement courant et une emphase sur des titres offrant une protection à la baisse, plutôt que de miser sur la poursuite de la confiance des marchés.

Nous ne cherchons pas à prédire une récession, un cycle de défauts ou un événement de marché. Nous cherchons à bâtir un portefeuille capable de résister à un large éventail de scénarios, y compris ceux que le marché considère actuellement comme peu probables.

L'un des malentendus les plus persistants en matière d'investissement en crédit est de croire qu'il s'agit avant tout d'une question de taux d'intérêt ou de conjoncture économique.

Ces facteurs demeurent importants; toutefois, les résultats à long terme en crédit dépendent beaucoup davantage de la valeur des actifs, des échéanciers de maturité, de la structure sectorielle et du comportement des équipes de direction.

Ce qui distingue le Fonds est notre volonté de détenir des titres peu suivis ou impopulaires, lorsque nous en comprenons les risques à la baisse et que ces titres sont acquis à un prix approprié.

WildBrain Entertainment, Inc. (« WildBrain »)

L'investissement du Fonds dans le prêt privé à terme de WildBrain constitue un bon exemple de notre approche idiosyncratique de l'investissement en crédit. En 2017, WildBrain (alors connue sous le nom de DHX Media Ltd.) a acquis Peanuts Worldwide LLC (« Peanuts »), la société détentrice des personnages emblématiques Charlie Brown et Snoopy. Nous considérons alors Peanuts comme un actif sous-monétisé, doté d'une valeur durable.

Le Fonds est investi depuis plusieurs années dans différentes obligations émises par WildBrain. Au début de 2024, à l'approche de l'échéance d'une obligation convertible, nous avons saisi l'occasion de participer à un refinancement global de cette obligation convertible ainsi que du prêt à terme existant. Cette opération a permis de simplifier le bilan de WildBrain en consolidant l'endettement existant en un seul prêt à terme. Contrairement à la plupart des prêts à terme américains, ce financement n'était pas largement syndiqué et ne faisait pas l'objet d'un prix de marché tiers quotidien.

À la fin de 2025, WildBrain a annoncé la vente de sa participation dans Peanuts à Sony. Les investisseurs en actions ont débattu du caractère adéquat du prix de vente; toutefois, la valeur de l'actif a plus que doublé au cours des neuf années de détention. Par ailleurs, WildBrain continuera de bénéficier d'une entente de production et de distribution avec Sony à l'avenir.



En tant qu'investisseurs en crédit, cet enjeu est toutefois secondaire par rapport à la capacité de remboursement. Dans ce cas précis, le produit de la vente devrait être affecté au remboursement du prêt à terme — soit la forme la plus simple et la plus directe d'amélioration du profil de crédit.

Un prêt à terme intégralement remboursé diffère fondamentalement d'un prêt à terme dont l'échéance est simplement prolongée.

Dye & Durham Limited

Dye & Durham offre des solutions logicielles et des services professionnels dans les domaines du droit des affaires et du transfert immobilier. Contrairement à un investissement en crédit privé, les différentes composantes de la structure du capital de l'entreprise ont affiché une volatilité marquée. Globalement, le sentiment des investisseurs à l'égard de Dye & Durham a été difficile, frôlant même un pessimisme prononcé.

Cette dynamique a limité le nombre d'investisseurs actifs et maintenu des attentes de rendement élevées. À notre avis, les occasions de rendement pourraient être significatives pour les investisseurs capables de sélectionner les titres situés au bon niveau de la structure du capital. Dye & Durham a été confrontée au scepticisme du marché en raison de niveaux de levier élevés, d'un historique d'acquisitions jugé décevant et de différends publics avec divers intervenants.

L'obligation de l'entreprise arrivant à échéance en mars 2026, assortie de liquidités détenues dans un compte séquestre exclusivement réservé à son remboursement, représente sans doute l'option la plus certaine — mais aussi la moins rémunératrice — parmi les occasions actuellement disponibles. L'arrêt de la négociation des titres de l'entreprise depuis avant la période des Fêtes, en raison du retard dans le dépôt des états financiers audités, a placé les investisseurs en actions dans une position délicate. Bien que le Fonds ait été en mesure d'acquérir cette obligation à escompte avec un haut degré de certitude quant au rendement, les développements récents pourraient avoir rendu d'autres segments, auparavant moins « certains », de la structure du capital de l'entreprise plus attrayants pour les investisseurs en quête de gains.

À partir de 2026

Lorsque les investisseurs se sentent confiants, les rendements futurs sont intégrés dans les prix. Les écarts de crédit se resserrent, le refinancement devient aisé et les défauts demeurent limités. Cette dynamique tend toutefois à réduire le potentiel de rendement pour les investisseurs en crédit.

Cela ne signifie pas que le marché est appelé à corriger. Cela signifie plutôt qu'il est évalué pour un environnement où les surprises négatives seraient modestes et/ou peu probables. À notre avis, cette hypothèse n'est pas suffisamment prudente. Nous n'anticipons pas un effondrement des marchés, mais plutôt l'émergence d'occasions liées à des ventes forcées, à des transactions avortées, à des tensions de liquidité ou à une prise de conscience plus large que tous les bilans ne présentent pas la même solidité.

À la fin de 2025, les marchés du crédit paraissaient calmes. Le calme est agréable. Le calme est confortable. Le calme favorise la confiance. Toutefois, en matière de crédit, le confort n'est pas un indicateur de faible risque; il constitue souvent un signal que le risque est sous-évalué.



Notre priorité pour l'année à venir demeure d'investir dans des titres dont le risque de baisse peut être compris et analysé, où la structure est favorable aux prêteurs et où le prix payé offre une marge de sécurité adéquate.

Cordialement,

Fulcra Asset Management Inc.



Lysander Funds Limited

WWW.LYSANDERFUNDS.COM

TORONTO (Siège social)

4000 - 3080 rue Yonge
Toronto, ON M4N 3N1

Téléphone (416) 640-4275
Télécopieur (416) 855-6515
Sans Frais 1 (877) 308-6979
Courriel manager@lysanderfunds.com

Suivez-nous sur [LinkedIn](#) 

MONTREAL

3150 - 1 Place Ville Marie
Montréal, QC, H3B 3Y2

Téléphone (514) 316-9257

VANCOUVER

1280-333 rue Seymour
Vancouver, CB V6B 5A6

Sans Frais 1 (877) 308-6979



AVERTISSEMENT

Lysander Funds Limited (« Lysander ») est le gestionnaire de fonds du Fonds de titres de sociétés Fulcra Lysander (le « Fonds »). Fulcra Asset Management Inc. (« Fulcra ») agit à titre de gestionnaire de portefeuille du Fonds. La présente publication a été préparée par Fulcra Asset Management Inc. (« Fulcra ») et est fournie uniquement à titre informatif. Dans cette publication, les termes « nous », « notre » et « nôtre » désignent Fulcra.

Les renseignements contenus dans la présente publication ne constituent pas des conseils juridiques, fiscaux, en valeurs mobilières ou en investissement et sont fournis « tels quels ». Ni Lysander ni Fulcra ne donnent de garantie ni ne font de déclaration quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information présentée. Les renseignements contenus dans la présente publication peuvent être modifiés sans préavis, et ni Lysander ni Fulcra n'assument l'obligation de les mettre à jour.

Certaines informations figurant dans cette publication proviennent de sources jugées fiables. Toutefois, ni Lysander ni Fulcra n'assument la responsabilité de l'exactitude, de l'actualité, de la fiabilité ou de l'exhaustivité de ces informations.

Des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres dépenses peuvent être associés à un investissement dans des fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds d'investissement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue fréquemment et la performance passée n'est pas garante des résultats futurs. Les taux de rendement indiqués correspondent à des rendements totaux annuels composés historiques, incluant les variations de la valeur liquidative et le réinvestissement de toutes les distributions. Ils ne tiennent pas compte des frais de vente, de rachat ou autres frais optionnels, ni des impôts sur le revenu payables par un porteur de titres, lesquels auraient pour effet de réduire les rendements.

La présente publication ne constitue ni une invitation à investir dans le Fonds ni une offre publique de vente. Les parts du Fonds ne peuvent être acquises que par l'entremise d'un professionnel en placement, conformément aux modalités prévues au document d'offre du Fonds, et uniquement par des investisseurs admissibles. Chaque acquéreur de parts d'un fonds peut disposer de droits de recours prévus par la loi ou par contrat.

Rien dans la présente publication ne doit être interprété comme une recommandation d'acheter, de vendre ou de vendre à découvert un titre en particulier. Les titres spécifiques mentionnés le sont uniquement à titre illustratif et afin de présenter le processus de sélection des titres par le gestionnaire de portefeuille. Le gestionnaire de portefeuille peut vendre ces titres à tout moment ou acquérir des titres précédemment vendus. La valeur de ces positions peut augmenter ou diminuer après la date de publication, et le portefeuille qui les détient peut, en conséquence, réaliser un gain ou subir une perte. Les commentaires du gestionnaire de portefeuille visent uniquement à illustrer son approche de gestion et ne doivent pas être utilisés à d'autres fins.

La présente publication peut contenir des déclarations prospectives. Les énoncés portant sur les objectifs, les stratégies, les intentions, les plans, les croyances, les attentes et les estimations d'une entité, de même que sur ses activités, sa performance financière ou sa situation, constituent des déclarations prospectives. Les mots « croire », « s'attendre à », « anticiper », « estimer », « avoir l'intention de », « viser », « pouvoir », « vouloir » et autres expressions similaires, de même que leur forme négative, visent à identifier de telles déclarations, bien que toutes les déclarations prospectives ne comportent pas ces termes. Ces déclarations sont assujetties à divers risques et incertitudes susceptibles d'entraîner des résultats réels sensiblement différents de ceux anticipés. Les lecteurs sont invités à ne pas accorder une confiance excessive à ces déclarations prospectives. Bien que Lysander et Fulcra estiment que ces hypothèses, risques et incertitudes sont raisonnables compte tenu de l'information actuellement disponible, rien ne garantit qu'ils se révéleront exacts.

®Lysander Funds est une marque déposée de Lysander Funds Limited.

