

CRÉDIT PRIVÉ

DES OCCASIONS D'AMÉLIORER LE RENDEMENT ET LA DIVERSIFICATION

Kevin Minas, CFA, CAIA

Gestionnaire de portefeuille de clients, Titres à revenu fixe

Septembre 2021

Sommaire

- Le crédit privé, ou titres de créance, est une vaste catégorie de placement qui regroupe les accords de financement négociés sur le marché privé.
- Les changements réglementaires imposés au secteur bancaire à la suite de la crise financière mondiale de 2008 ont réduit la capacité de prêt des banques, en particulier aux petites et moyennes entreprises (PME) qui n'ont habituellement pas accès aux marchés de capitaux publics. Les prêteurs privés sont intervenus pour combler ce manque.
- Les placements dans le crédit privé exigent une expertise en recherche de titres, en montage, en structuration et en surveillance.
- Le crédit privé se caractérise par une liquidité moindre par rapport aux placements des marchés publics. En retour, les investisseurs profitent généralement d'un revenu potentiel plus élevé provenant de primes d'illiquidité et de complexité, d'une diversification par rapport aux catégories d'actif traditionnelles (compte tenu de la faible volatilité du capital du crédit privé) et d'un risque de taux d'intérêt inférieur dans toute la gamme de stratégies de crédit privé.
- L'éventail des produits offerts dans cette catégorie offre aux investisseurs des stratégies de remplacement intéressantes pour les titres à revenu fixe des marchés publics (objectifs axés sur la préservation du capital) et les actions (objectifs axés sur la recherche de rendement).
- La part des placements en crédit privé a augmenté dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels et à valeur nette élevée compte tenu des perspectives de rendement à long terme décevantes des catégories d'actif traditionnelles et des qualités séduisantes du crédit privé. Nous recommandons aux investisseurs qui privilégient le long terme et qui peuvent se permettre d'assumer un risque d'illiquidité d'envisager d'intégrer le crédit privé dans leur portefeuille.

Qu'est-ce que le crédit privé?

Le crédit privé est une vaste catégorie comportant un large éventail de stratégies qui présentent néanmoins des caractéristiques communes. Le prêt est négocié directement entre un prêteur et une société (prêt sans commanditaire) ou entre un prêteur et une société de capital-investissement qui acquiert une société (prêt avec commanditaire). Les modalités du financement sont

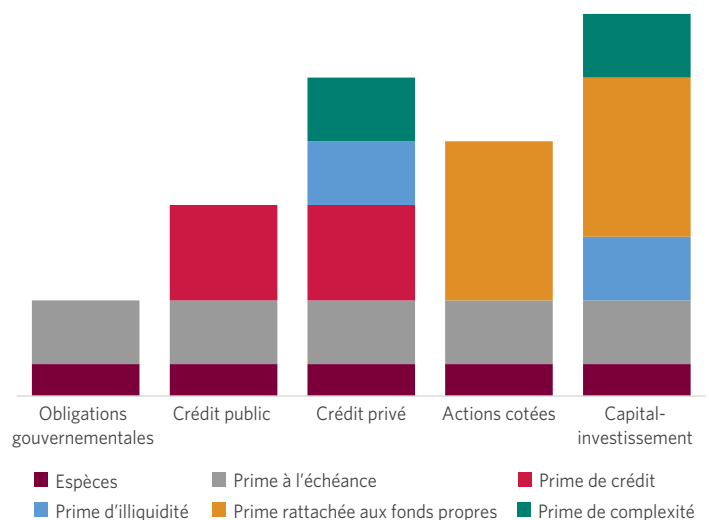
négociées de gré à gré entre le prêteur et l'emprunteur (« entente bilatérale ») ou entre un petit groupe de prêteurs et l'emprunteur (« financement consorsial »).

Les emprunteurs sont généralement des sociétés fermées ou des petites et moyennes sociétés ouvertes qui ont besoin de capitaux pour financer des acquisitions, des rachats, la recapitalisation du bilan ou la croissance interne.

Les prêts peuvent reposer sur les flux de trésorerie, les paiements étant financés par les flux de trésorerie de la société de l'emprunteur, ou sur les actifs, les paiements étant alors financés par un actif physique ou financier comme une créance.

Pour compenser la liquidité limitée, les investisseurs bénéficient de primes de rendement plus intéressantes par rapport aux conditions ordinaires et primes de crédit des obligations publiques. En raison de la nature privée de l'opération, les placements privés permettent une détermination des prix publics et une négociation sur le marché secondaire limitées. Chaque opération est personnalisée pour répondre aux besoins uniques des emprunteurs, tout en offrant aux investisseurs une meilleure protection contre les clauses restrictives par rapport aux conditions du marché public. En règle générale, les emprunteurs conservent les placements jusqu'à l'échéance ou jusqu'au refinancement, de sorte que de solides clauses financières restrictives sont un impératif.

Figure 1 - Composantes typiques du rendement des placements

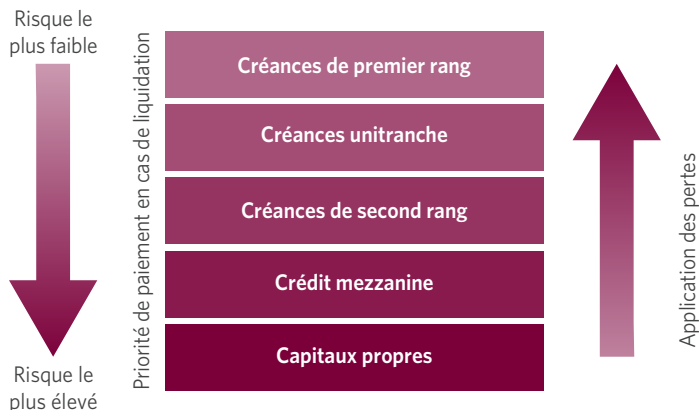


Source : Gestion d'actifs CIBC. À titre indicatif seulement.

Fonds de crédit privé

Les stratégies de crédit privé privilégient en général les placements dans un segment de la structure du capital, même si des stratégies opportunistes couvrant différents maillons de la structure du capital sont également offertes.

Figure 2 – Structure de capital standard



Source : Gestion d'actifs CIBC. À titre indicatif seulement.

La structure du capital désigne les types de capitaux utilisés pour financer une entreprise et le rang de priorité de chaque composante de la structure en cas de défaillance. Les principaux segments dans lesquels les stratégies de crédit privé investissent sont présentés ci-dessous.

Créances de premier rang

Les créances de premier rang sont prioritaires en cas de défaillance et sont garanties par des actifs ou des flux de trésorerie.

Crédit mezzanine (dette de second rang + capitaux propres)

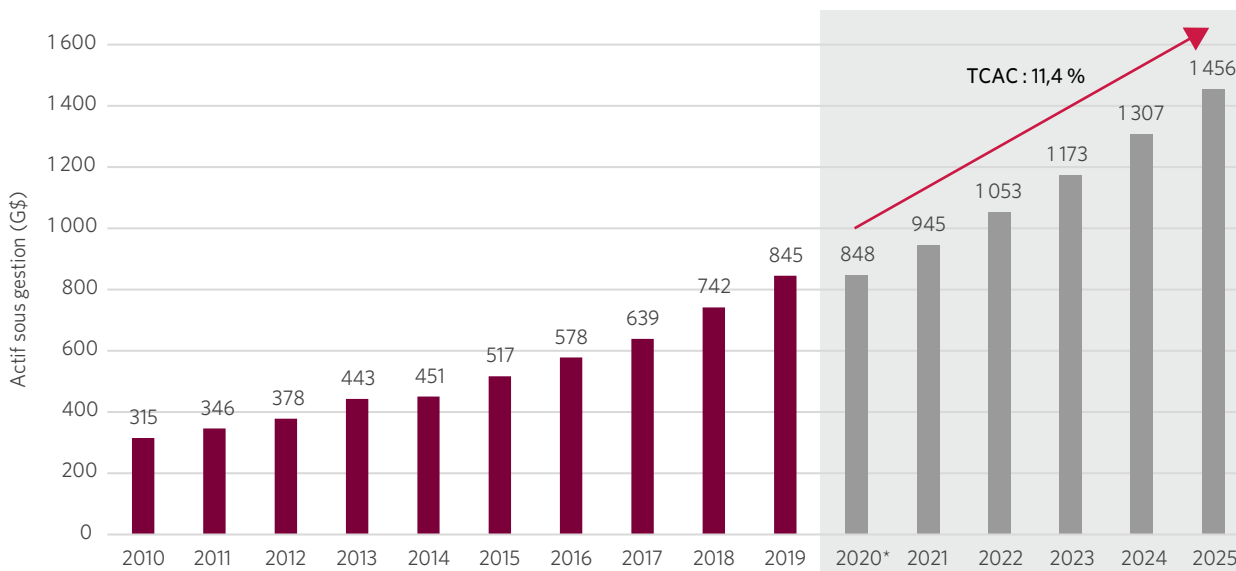
Le terme « crédit mezzanine » désigne généralement une combinaison de financement par créance de second rang et par capitaux propres. La dette mezzanine est la première catégorie de créance à absorber les pertes en cas de défaillance après l'épuisement des capitaux propres.

Financement unitranche

Le financement unitranche permet de regrouper au sein du même prêt des créances de premier rang et de second rang en une seule tranche. Si les gestionnaires présentent parfois le financement unitranche comme une créance prioritaire, il est important de se rappeler que ce financement comporte probablement un assortiment de créances prioritaires et secondaires.

Les fonds d'investissement sont souvent structurés sous forme de véhicules de placement fermés qui comportent une période de levée de capitaux, suivie d'une période d'investissement et d'une phase de remboursement du capital. Cette structure est la plus courante en raison de la liquidité limitée des placements sous-jacents. Toutefois, certains fonds sont offerts sous forme de véhicules à capital variable. Il s'agit généralement de stratégies dont l'échéance moyenne des prêts est très courte ou de fonds qui détiendront des titres de sociétés ouvertes. La composante en titres de sociétés publiques favorise la minimisation des coûts liés aux souscriptions (elle réduit les délais d'investissement du capital de l'investisseur) et favorise la liquidité pour les rachats, car les titres de sociétés publiques sont plus facilement négociables.

Figure 3 – Actifs de crédit privé à l'échelle mondiale



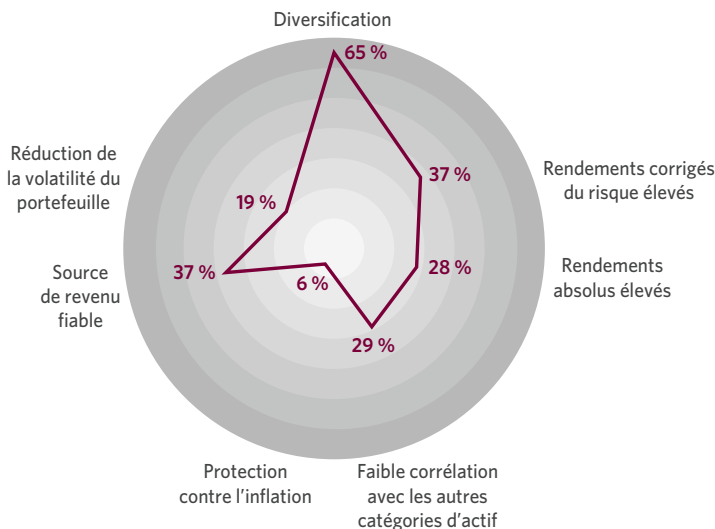
Source : Preqin, novembre 2020. * Le résultat pour 2020 est annualisé à partir des données jusqu'en octobre. Les résultats pour la période de 2021 à 2025 sont des prévisions.

Cette catégorie d'actifs s'est considérablement développée depuis la crise financière mondiale de 2008. Avant cela, les banques étaient les prêteurs traditionnels dans ce secteur, mais elles se sont retirées du marché en raison du durcissement de la réglementation en matière de fonds propres. Étant donné que les prêteurs privés prennent la relève pour combler ce manque et que les taux de rendement sont extrêmement faibles, les recherches¹ montrent que les apports en capitaux dans le crédit privé devraient connaître une forte croissance jusqu'en 2025 et au-delà.

Pourquoi les investisseurs veulent-ils investir?

Les investisseurs institutionnels savent depuis longtemps que le crédit privé est une catégorie d'actif intéressante. Selon de récents sondages auprès des investisseurs, plusieurs facteurs clés expliquent l'augmentation de la pondération du crédit privé (voir la figure 4) dans les portefeuilles.

Figure 4 – Pourquoi les investisseurs s'intéressent-ils à la dette privée?



Source : Rapport 2020 sur la dette privée de Preqin, entretiens avec les investisseurs de Preqin, novembre 2019.

Avantages sur le plan de la diversification

Les stratégies de crédit privé peuvent présenter une faible corrélation avec les catégories d'actif traditionnelles, car elles offrent différentes sources de risque et de primes de rendement. La volatilité est également souvent plus faible, bien que cela soit attribuable, au moins en partie, aux techniques de valorisation. Les valeurs d'estimation périodiques sont utilisées, contrairement aux investissements dans les sociétés publiques dont les valeurs sont établies régulièrement en fonction des prix du marché.

Potentiel de revenu plus élevé

Les stratégies de crédit privé comportent divers niveaux de risque et ciblent différents niveaux de revenu. Toutefois, elles offrent généralement un revenu plus élevé que les titres à revenu fixe traditionnels. Cet avantage incite les investisseurs à assumer les risques et les contraintes uniques associés à la souscription de placements privés.

Préservation du capital

Les modalités négociées de gré à gré entre le prêteur et l'emprunteur peuvent comporter des clauses restrictives plus strictes que les « modalités allégées » qui s'appliquent habituellement aux prêts leviers et aux obligations à rendement élevé. Une communication plus directe entre l'emprunteur et le prêteur permet de régler les différends plus rapidement et de façon plus personnalisée. Les exigences strictes en matière de surveillance des emprunteurs procurent des signaux d'alerte précoce aux prêteurs, tandis que les clauses restrictives leur offrent un recours direct pour exercer une influence sur les activités de l'emprunteur. Toutes ces dynamiques contribuent à réduire le taux de défaillance ou à améliorer le taux de recouvrement en cas de défaillance.

Types de crédit privé

Nous avons regroupé les stratégies de crédit privé en trois grandes catégories : préservation du capital, recherche de rendement et financement spécialisé. Comme les lignes de démarcation entre les catégories de crédit privé peuvent s'estomper, il est important de considérer ces groupes comme un guide général.

Les stratégies de préservation du capital, comme les fonds de financement direct (aussi appelés « prêts sur le marché intermédiaire ») et de prêts mezzanine, visent à produire des rendements constants et axés sur le revenu tout en réduisant au minimum les défauts de paiement.

Les **stratégies axées sur la recherche de rendement** regroupent des fonds de dettes d'entreprises en difficulté et des fonds axés sur les situations spéciales qui saisissent les occasions intéressantes sur les marchés du crédit partout où elles se présentent. Ces stratégies présentent un potentiel de rendement plus élevé, mais aussi une volatilité plus importante et ont tendance à être plus cycliques.

Le **financement spécialisé** se caractérise généralement par des produits spécialisés, qui sont souvent fondés sur les actifs plutôt que sur les flux de trésorerie et qui se concentrent sur un marché en particulier, comme les redevances d'œuvres musicales, le financement aéronautique ou les comptes clients.

Financement direct

Le financement direct implique le montage de prêts de premier rang, de second rang et unitranche accordés à des petites et moyennes entreprises et l'investissement dans ces prêts. Ce segment du marché est aussi souvent appelé « prêt aux moyennes entreprises ». Le produit sert généralement à financer des acquisitions, la croissance, les recapitalisations ou les rachats.

Il y a deux principaux types de montage de prêt. Dans le premier type, les prêts sont souscrits avec des commandités de capital-investissement (prêts avec commandite). Dans le deuxième type, les prêts sont souscrits directement auprès de la société (prêts sans commandite). Les écarts de taux sont plus élevés pour les prêts sans commandite, car ils exigent un effort plus important pour trouver des financements auprès de multiples parties intéressées plutôt qu'auprès de quelques sociétés de capital-investissement. Ces opérations sont aussi généralement plus complexes. Les rendements pour les deux types d'opérations sont assurés par des paiements mensuels ou trimestriels qui sont établis selon un taux de référence flottant majoré d'un écart.

Les fonds de financement direct sont disponibles avec ou sans effet de levier. Les investisseurs doivent évaluer le montant et la fréquence du recours à l'effet de levier utilisé pour évaluer les rendements de leurs placements.

Fonds de crédit mezzanine

Les fonds de crédit mezzanine privilégient les investissements dans les emprunts subordonnés de petites et moyennes entreprises pour financer des acquisitions, la croissance, les recapitalisations ou les rachats. Il s'agit d'une catégorie d'actif hybride qui se situe entre les titres de créance et les capitaux propres dans la structure du capital et qui vise des rendements qui se situent entre les créances privées de premier rang et les capitaux propres. Comme pour les prêts directs, une grande partie du montage provient d'opérations commanditées par des sociétés de capital-investissement.

Les rendements sont principalement fondés sur des versements de coupons mensuels ou trimestriels calculés en fonction d'un taux fixe ou variable majoré d'un écart. Ces fonds tirent aussi des rendements des pénalités de remboursement anticipé et des intérêts de paiement en nature. Un paiement en nature est une augmentation de la valeur du capital dû au prêteur au lieu d'un paiement d'intérêts en espèces par l'emprunteur. Cela peut aider les emprunteurs à limiter les sorties de fonds liées au service de la dette à court terme.

Les fonds de crédit mezzanine ont souvent recours à l'effet de levier et les investisseurs devraient évaluer le montant et la fréquence du recours à l'effet de levier lorsqu'ils évaluent les rendements de leurs placements.

Dettes d'entreprises en difficulté

Les fonds de dettes d'entreprises en difficulté investissent dans des titres de créance de sociétés de taille moyenne à grande qui font face à des difficultés financières. Les stratégies employées dans cette catégorie sont diverses, mais toutes consistent à acheter des titres avec une forte décote sur le marché libre ou auprès de créanciers existants.

L'approche la plus courante consiste à repérer les secteurs ou les titres temporairement en difficulté, mais qui devraient profiter d'une amélioration de la situation financière de la société ou du secteur. Une autre approche répandue consiste à acheter les titres d'une société en restructuration pour prendre le contrôle des capitaux propres de la société après la faillite.

Le recours à l'effet de levier est moins courant dans le cas des dettes d'entreprises en difficulté en raison du risque de crédit élevé inhérent à la stratégie.

Situations spéciales

Cette catégorie met l'accent sur les sociétés de taille moyenne à grande qui éprouvent des difficultés financières ou qui vivent des événements singuliers. Les opérations complexes que peu d'investisseurs sont en mesure d'analyser, des actifs sous-évalués ou des approches de placement à contre-courant peuvent aussi en faire partie.

Ces fonds peuvent investir à la fois dans des opérations négociées de gré à gré et sur le marché public ainsi que dans l'ensemble de la structure du capital.

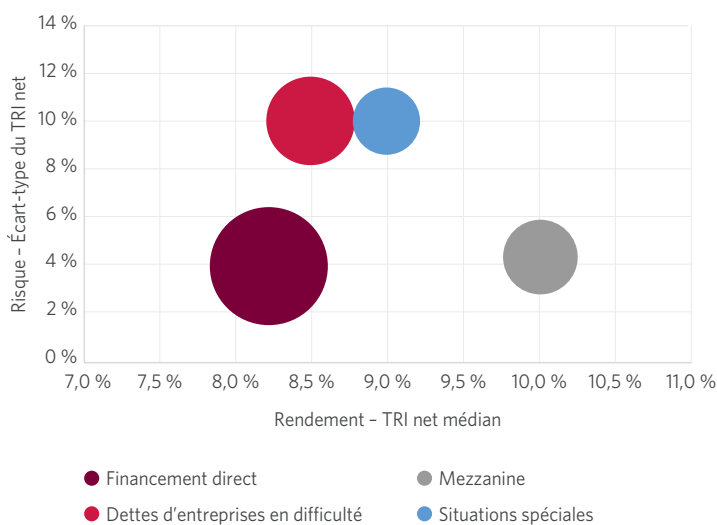
Les fonds axés sur les situations spéciales diffèrent des fonds de dettes d'entreprises en difficulté en ce sens qu'ils ont un mandat beaucoup plus large en ce qui a trait au type de placements qu'ils recherchent.

Financement spécialisé

Cette catégorie englobe une grande variété de stratégies de niche, notamment le financement du fonds de roulement, les prêts de relais, le financement aéronautique, les redevances pharmaceutiques et musicales et le financement des contentieux. Les gestionnaires se concentrent généralement sur un seul secteur et sont des experts dans ce domaine.

Les prêteurs reçoivent une garantie sur un ensemble d'actifs financiers bénéficiant d'un surdimensionnement au lieu de remboursements traditionnels fondés sur les flux de trésorerie. Le surdimensionnement signifie que la valeur de la garantie dépasse la valeur du prêt au moment où le prêt est établi.

Figure 5 - Crédit privé : Risque et rendement par type de fonds (années 2011 à 2017)



Source : Preqin.

Comme le montre la figure 5, les prêts directs et les prêts mezzanine ont produit des rendements supérieurs à ceux des obligations à rendement élevé avec une volatilité semblable (rendement de 7,6 % avec un écart-type de 9,2 %)². Les fonds de dettes d'entreprises en difficulté et les fonds axés sur les situations spéciales se sont alignés plus étroitement sur les marchés boursiers avides de rendement.

Quelle pondération appliquer?

Il n'existe pas de méthode universelle pour déterminer la pondération appropriée de chaque catégorie d'actif. C'est particulièrement vrai pour le crédit privé qui offre une variété de stratégies qui se distinguent par leurs caractéristiques uniques. Les pondérations des placements dans le crédit privé peuvent être asymétriques, ce qui signifie qu'en raison de leur profil relativement peu liquide, il peut être plus facile de rééquilibrer un portefeuille dans cette catégorie d'actif que de passer à une autre catégorie. C'est pourquoi la répartition devrait être établie en fonction d'un horizon de placement à long terme.

Vous trouverez ci-dessous quelques principes pour vous aiguiller :

- **Répartition globale de l'actif** : Plus la pondération établie des titres à revenu fixe traditionnels est élevée, plus la pondération des stratégies de crédit privé axées sur la préservation du capital en remplacement d'une partie de l'exposition aux titres à revenu fixe peut être élevée. De même, une partie du risque lié aux actions peut être remplacée par un crédit privé axé sur la recherche du rendement.
- **Besoin de revenu** : Plus le revenu requis est élevé, plus le crédit privé devient attrayant.
- **Vous cherchez à remplacer le risque lié aux actions ou aux titres à revenu fixe?** Il est important de passer en revue le profil de risque d'une stratégie donnée pour déterminer s'il s'agit d'une stratégie de préservation du capital ou d'une stratégie axée sur le rendement.
- **Besoins de liquidités** : Plus vos besoins de liquidités sont prévisibles et plus vos besoins de liquidités à court et à moyen terme sont faibles, plus la pondération potentielle des marchés non liquides est élevée.

En gardant ces principes à l'esprit, examinez les répartitions suivantes :



Profil Prudent

Réaffectation de 5 % à 15 % des obligations de base dans un portefeuille à forte concentration de titres à revenu fixe à des titres de créance privés axés sur la préservation du capital.

Pour les investisseurs prudents, les stratégies axées sur la préservation du capital, en particulier les prêts directs, procurent une exposition complémentaire aux titres à revenu fixe de base sans changement important du risque total attendu du portefeuille.



Profil Revenu et Croissance

Réaffectation de 5 % à 7,5 % des obligations de base au crédit privé axé sur la préservation du capital et de 5 % à 7,5 % des actions de base au crédit privé axé sur la recherche du rendement.

Pour les portefeuilles équilibrés, il peut être approprié d'investir à la fois dans des stratégies de préservation du capital et de recherche de rendement. Les pondérations peuvent provenir des titres à revenu fixe de base et des actions de base, respectivement. Cela peut améliorer le rendement attendu du portefeuille tout en maîtrisant le risque.



Profil Croissance

Réaffectation de 5 % à 15 % des actions de base dans un portefeuille à forte concentration d'actions au crédit privé axé sur la recherche de rendement.

Dans un portefeuille de croissance axé sur les rendements, on pourrait envisager de réduire la pondération des actions de base plutôt que celle des stratégies de crédit privé axées sur la recherche de rendement.

Risques à prendre en considération

Bien que le crédit privé offre aux investisseurs une protection plus personnalisée que les obligations publiques, il existe des risques importants à prendre en considération.

Risque lié au capital

Le crédit privé présente généralement un profil de risque de crédit intéressant en raison des améliorations des modalités de crédit négociées lors de chaque opération personnalisée. Les prêts sont généralement à taux variable, ce qui réduit également le risque d'augmentation des taux.

Toutefois, comme les prêts sont consentis à des entités de qualité inférieure, le risque de pertes en capital ne peut être entièrement atténué.

De plus, il est important de se rappeler que les profils de volatilité des stratégies de placement privé sont généralement sous-estimés en raison des techniques d'évaluation habituelles de ces placements. Les placements publics sont continuellement évalués au cours du marché en fonction des prix des opérations récentes et facilement observables. Les placements privés sont évalués au cours du marché à la suite d'évaluations périodiques effectuées par des agents d'évaluation externes et des comités d'évaluation internes. Ce processus est moins transparent et fait généralement appel à des techniques d'évaluation qui aboutissent à des prix plus stables au fil du temps par rapport aux titres du marché public.

Illiquidité

Les placements en crédit privé ne font pas appel à un courtier en valeurs mobilières et sont mis en œuvre par un prêteur ou un petit groupe de prêteurs. Par conséquent, il n'y a pas de prix facilement négociables sur le marché ou le marché public pour faciliter la liquidation rapide d'une position. Ces types de placements sont généralement censés être conservés jusqu'à l'échéance. Par conséquent, les investisseurs devraient tenir compte de leurs besoins de liquidités et adapter leurs pondérations en conséquence.

Les stratégies de crédit privé qui investissent dans des placements du marché public, comme les fonds de dettes d'entreprises en difficulté ou les fonds axés sur les situations spéciales, font exception. Dans la mesure où ces fonds investissent dans des titres cotés en bourse, ils peuvent présenter un degré de liquidité supérieur à celui des émissions privées des fonds de prêts directs ou de crédit mezzanine. Toutefois, ces stratégies sont généralement fondées sur un horizon de placement à long terme afin de pouvoir surmonter les situations de crise. La liquidité offerte par ces fonds peut donc être encore très limitée.

Dans l'ensemble, les stratégies de crédit privé sont généralement moins liquides que les stratégies traditionnelles de titres à revenu fixe du marché public.

Effet de levier

Le recours à l'effet de levier peut accroître les rendements, mais aussi amplifier les pertes. L'effet de levier entraîne aussi un risque de financement, car le coût de financement de l'effet de levier varie au fil du temps. L'effet de levier s'accompagne de modalités qui peuvent favoriser le fournisseur de capitaux et lui permettre de le supprimer, ce qui peut obliger un fonds à procéder à une vente forcée à un moment inopportun. Une vente forcée peut avoir une incidence particulièrement négative sur le crédit privé compte tenu de son illiquidité relative. Par conséquent, il est important d'évaluer les rendements offerts par chaque catégorie de crédit privé, tant en termes de fréquence que de degré d'utilisation de l'effet de levier.

Conclusion

Le crédit privé est une vaste catégorie qui comprend des options qui peuvent se substituer aux titres de créance (substitut aux placements axés sur la préservation du capital) et aux actions (substitut aux placements axés sur la recherche de rendement). Pour déterminer la convenance de ces stratégies et calibrer la taille de la pondération, les investisseurs doivent considérer leurs placements dans le contexte d'un portefeuille total et établir les rendements recherchés, le risque qui peut être pris, la façon dont ce risque est budgétisé entre les catégories d'actifs et le niveau de liquidité requis.

Les stratégies comme les fonds de prêts directs et les fonds de crédit mezzanine visent généralement des rendements plus élevés que ceux des obligations de sociétés avec une volatilité semblable. Les stratégies axées sur les dettes d'entreprises en difficulté et les stratégies opportunistes visent des rendements supérieurs à ceux des actions cotées en bourse présentant une volatilité semblable.

Dans un contexte de taux d'intérêt faibles et de prévisions de rendement à long terme moroses, le crédit privé offre aux investisseurs une source potentielle de rendements, de diversification et de préservation du capital accrus. Les investisseurs devraient envisager sérieusement d'inclure cette catégorie d'actif dans leur portefeuille.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions au sujet de ce rapport ou de tout autre sujet, n'hésitez pas à communiquer avec :

Kevin Minas, CFA, CAIA

Gestionnaire de portefeuille de clients, Titres à revenu fixe
Gestion d'actifs institutionnels
kevin.minas@cibc.com
416 784-6761

¹ Prequin, novembre 2020

² Titres à rendement élevé représentés par l'indice de rendement total des obligations américaines à rendement élevé BofA Merrill Lynch de 2004 à 2017

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Kevin Minas, gestionnaire de portefeuille, et non celles de Gestion d'actifs CIBC inc. Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant agir sur la foi des renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. De tels énoncés sont associés à des risques, connus ou non, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats ou les rendements diffèrent sensiblement des résultats ou des rendements dont il est fait mention de façon explicite ou implicite dans les énoncés prospectifs.

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées. Bloomberg n'est pas affiliée à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc.

Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence.

Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC inc. et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.