

# En quête d'un meilleur rendement : les prêts directs européens offrent des occasions

En 2012, nous avons traité du défi que pose la diminution des rendements en revenu à l'investisseur voulant atteindre ses objectifs de rendement, et nous avons expliqué que les prêts directs forment une catégorie d'actif qui procure une manière de relever ce défi. Six ans plus tard, les perspectives pour les titres à revenu fixe de base restent sombres en raison du resserrement des politiques monétaires. Compte tenu de ces attentes moindres, les investisseurs se sont adaptés en élargissant de plus en plus la gamme de solutions requises pour atteindre leurs objectifs de portefeuille. Dans cet article, nous nous intéressons au prêt direct européen et exprimons nos pensées sur la manière d'en faire un outil qui pourrait encore aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs de placement.

## Une occasion

En Europe, les activités de prêt direct, à savoir les prêts privés aux petites et moyennes entreprises, ont connu un essor à la faveur des restrictions imposées aux activités de prêt des banques européennes par un resserrement de la réglementation et la recapitalisation des bilans qui a suivi la crise du crédit de 2008. Bien que les banques aient récemment manifesté un certain regain d'intérêt pour ces activités, en Europe, leur endettement excessif et le resserrement des règles sur les fonds propres les ont obligées à modérer leur octroi de prêts au marché des sociétés de taille moyenne. Les entreprises ont donc été forcées de se procurer des capitaux auprès de sources non traditionnelles, ce qui a permis aux investisseurs d'intervenir et de devenir des prêteurs de plus en plus actifs soit directement, soit au moyen d'instruments de prêt direct. Étant donné que ce secteur a pris de l'expansion et que les prêteurs non traditionnels se sont mieux établis, cette catégorie d'actif est devenue une composante importante des marchés européens du crédit aux entreprises.

Le prêt direct offre aux investisseurs un rendement en revenu attrayant et un rendement total attendu relativement plus élevé, ainsi qu'une faible sensibilité aux taux d'intérêt et une protection du crédit sur mesure que n'offrent pas les marchés publics. Cette catégorie d'actif, qui a connu une croissance rapide au cours des deux dernières décennies aux États-Unis, et récemment en Europe, représente à notre avis une occasion attrayante. Le contexte actuel de taux d'intérêt faibles, mais à la hausse, et l'avantage structurel que procure cette catégorie d'actif du point de vue du rendement en revenu font d'un investissement dans les prêts directs une option qui mérite d'être explorée.

## Qu'est-ce que le prêt direct ?

### La catégorie d'actif

Le prêt direct s'entend tout simplement d'un prêt octroyé par un prêteur qui n'est pas une banque à un emprunteur qui a besoin de capitaux. L'emprunteur se sert de ces capitaux pour

donner de l'expansion à son entreprise, acquérir un concurrent ou refinancer une dette existante. Ce type de crédit est une solution de rechange au prêt bancaire et au financement sur les marchés publics, qui peuvent s'avérer trop coûteux, compliqués et hors d'atteinte pour des emprunteurs en raison de contraintes attribuables à leur taille. Dans le présent article, nous entendons généralement par prêt direct l'octroi par un seul prêteur, à de petites et moyennes entreprises, de prêts de cinq à 300 millions d'euros à des conditions sur mesure convenant aux deux parties.

Les fonds de prêts directs sont généralement des fonds en gestion commune qui donnent accès à un portefeuille diversifié de prêts. Ces fonds ont habituellement une durée de vie de cinq à sept ans et comprennent une phase de collecte de capitaux, une phase d'investissement et une phase de récolte. Durant la phase de collecte de capitaux, le gestionnaire du fonds réunit des capitaux en obtenant l'engagement des investisseurs. Pendant cette période, de multiples « engagements fermes » sont pris par des investisseurs, ce qui permet au gestionnaire du fonds de commencer à octroyer des prêts. Lorsque le fonds a accumulé le montant de capitaux ciblé, soit normalement environ un an après la date du premier engagement, le dernier engagement a lieu, après quoi les investisseurs ne peuvent plus verser de capital. Pendant la période d'investissement, le gestionnaire du fonds procède à l'origination des prêts et fait des appels de capital auprès des investisseurs pour octroyer les prêts jusqu'à ce que le montant total de l'engagement de l'investisseur soit atteint. Durant la période de récolte, aucun prêt ne peut plus être octroyé, les prêts existants sont remboursés et le capital est remis aux investisseurs. Les prêts octroyés par le fonds ont normalement un terme de deux à sept ans. Toutefois, d'après notre expérience, les emprunteurs les remboursent souvent avant la date prévue (et paient généralement une pénalité pour remboursement anticipé), ce qui réduit la durée moyenne d'un prêt à deux ou trois ans généralement.

### Primes de risque et protection

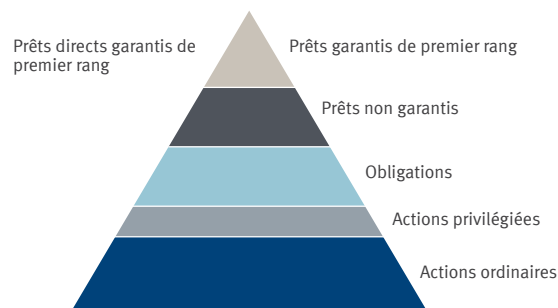
Les principaux risques que comporte un fonds de prêts directs comprennent le risque de liquidité, la complexité du contrat et le risque de crédit, lequel comprend le risque propre à l'entreprise, le risque de refinancement et le risque économique. Les investisseurs peuvent recevoir une prime pour tous ces risques, et ils cherchent à réduire le risque de crédit auquel ils sont exposés en négociant l'ajout de mesures de protection dans les modalités du contrat et en se faisant accorder un droit prioritaire à l'actif dans la structure du capital.

Contrairement aux prêts à effet de levier ou au crédit syndiqué, dont les montants sont généralement plus importants et qui ont un marché secondaire actif, les prêts directs sont des contrats entre deux parties liées par les modalités convenues pour la durée du prêt. Les investisseurs peuvent recevoir une prime de liquidité parce qu'il s'agit d'un placement de longue durée, mais ils doivent être disposés à accepter que leur capital soit immobilisé pendant la période convenue. En plus de la prime attribuable au risque de liquidité, les investisseurs peuvent recevoir une prime de complexité en raison des subtilités du processus de prêt. Cette portion du rendement est attribuable au travail que requièrent le repérage, la négociation, la structuration et la surveillance de plusieurs prêts sur mesure dans un marché peu transparent où les relations et l'expérience sont souvent des facteurs déterminants de la capacité du prêteur à générer de bons rendements.

Lorsqu'une occasion attrayante est repérée et qu'un rigoureux processus de contrôle diligent a été effectué, le prêteur et l'emprunteur négocient les modalités du contrat de prêt, et c'est à ce stade que l'investisseur peut atténuer le risque de crédit qu'il prend. Ces modalités négociées comprennent des conditions qui limitent le droit de l'emprunteur d'entreprendre certaines activités (clauses restrictives) ou exigent qu'il atteigne certaines cibles (clauses affirmatives)<sup>1</sup>. Ces clauses et conditions sont des éléments déclencheurs qui informent les prêteurs d'éventuelles difficultés et leur permettent d'intervenir pour s'assurer que la situation financière de l'emprunteur reste saine. Le secteur ayant pris de l'expansion et les flux de capitaux ayant augmenté, le niveau de protection que ces clauses procuraient aux prêteurs a diminué, mais elles constituent encore une première protection.

Le rang relatif dans la structure du capital, qui détermine quels investisseurs sont payés en priorité en cas de crise, peut aussi atténuer le risque de crédit. La figure 1 montre les paliers de capitaux de sources externes dont dispose une société : plus une catégorie de titres est élevée dans la structure du capital, plus le détenteur de ces titres a droit de priorité en temps de crise. Cela signifie que le porteur d'actions ordinaires d'une société qui éprouverait des difficultés pourrait perdre la totalité de son placement, tandis que le fournisseur d'un prêt de premier rang aurait un droit prioritaire absolu sur la société et ses éléments d'actif, et il recevrait normalement le niveau le plus élevé d'indemnisation disponible. Le prêt direct se situe généralement à un niveau élevé dans la structure du capital, soit à titre de prêt garanti ou non garanti de premier rang, ce qui procure à l'investisseur une protection de crédit supplémentaire.

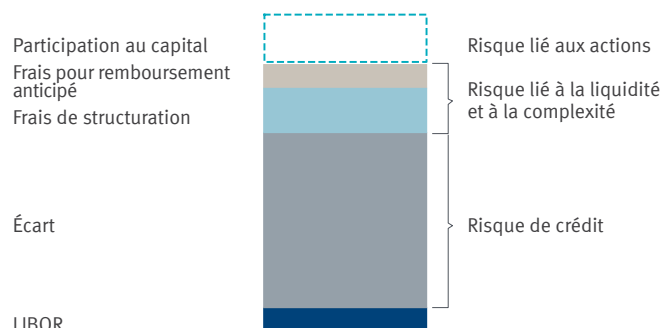
Figure 1 : Priorité au sein de la structure du capital



### Rendements

Le prêteur qui accepte de prendre ces risques obtient des rendements relativement attrayants en comparaison de ceux qu'offrent les marchés publics. Comme le montre la figure 2, plusieurs composantes influent sur le profil de rendement d'un prêt ordinaire, notamment le taux variable de base, un écart, les frais de structuration, les frais pour remboursement anticipé et parfois une participation au capital sous forme de bons de souscription ou d'actions. Dans un contrat de prêt direct, l'emprunteur verse normalement au prêteur des intérêts à un taux correspondant à un écart au-dessus du taux variable, qui peut être par exemple le LIBOR ou l'EURIBOR. Cet écart, qui est la principale composante du rendement, rémunère le prêteur pour le risque de crédit qu'il prend. L'emprunteur paiera aussi des frais de structuration ainsi qu'une pénalité pour remboursement anticipé, ce qui protège le prêteur en cas de remboursement avant l'échéance. Ces frais servent à payer la prime d'illiquidité prévue dans les contrats de prêt non transférable négociés de gré à gré et la prime de complexité attribuable au manque de transparence du marché. Enfin, certains prêts sont assortis de bons de souscription ou d'actions (le plus souvent dans les contrats de prêts subordonnés) et ils peuvent ajouter beaucoup de valeur à l'investissement lorsqu'il y a réalisation complète de la participation. Ensemble, ces cinq composantes contribuent au fil du temps à rendre le profil de rendement des prêts directs attrayant pour les investisseurs.

Figure 2 : Exemple de structure de rendement et des primes de risque des prêts directs



<sup>1</sup> Les clauses restrictives pourraient par exemple comprendre l'interdiction d'emprunter davantage de capital d'autres sources ou en sus d'un certain niveau d'endettement. Un exemple de clause affirmative serait une certaine croissance des revenus ou du BAIIA.

### Avantage pour l'emprunteur

Le prêt direct est généralement une manière relativement coûteuse d'emprunter pour une société et, comme nous l'avons mentionné plus tôt, ce sont principalement les petites et moyennes entreprises qui forment le marché des prêts directs. Cela dit, les sociétés du marché intermédiaire, qui n'ont peut-être pas accès à du financement bancaire à faible coût, voient dans les prêteurs directs des sources de capitaux ayant la capacité d'agir rapidement, de comprendre leur entreprise, de définir des modalités de prêt souples et de se comporter en partenaires d'affaires. Lorsqu'il se produit un événement déterminant pour l'avenir de la société, le fait de payer un petit supplément pour avoir la certitude de trouver du capital peut être un choix très attrayant.

### Avantages pour le prêteur

Les fonds de prêts directs ont été créés pour procurer du capital aux petites et moyennes entreprises qui ont vu leurs solutions d'emprunt diminuer après la crise du crédit et le resserrement de la réglementation mondiale sur les fonds propres des banques. Ils offrent donc aux investisseurs une structure de prix attrayante, des modalités de prêt sur mesure et des primes d'illiquidité et de complexité qui ne sont généralement pas offertes sur les marchés publics.

### Évolution du marché

Comme prévu, depuis notre dernier article sur ce sujet, le marché des prêts directs a connu une forte croissance à maints égards. Les changements majeurs sont notamment les suivants :

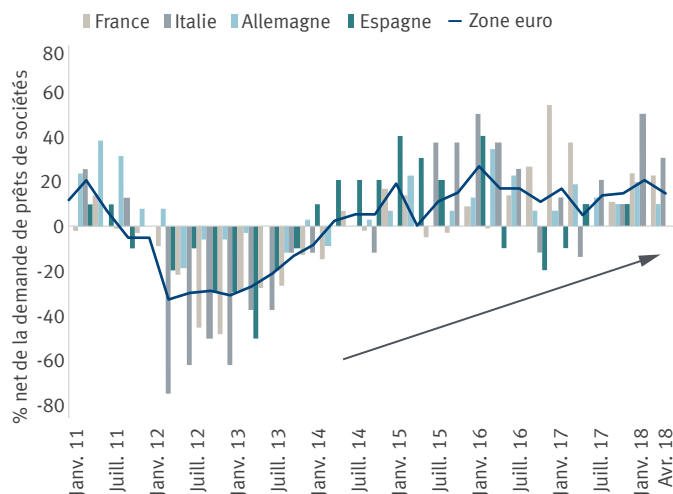
- Croissance de la demande de prêts à la faveur d'une amélioration des conditions économiques en Europe et dans le monde

- Meilleure acceptation des prêteurs directs comme source sûre de capital non traditionnel
- Accroissement des capitaux fournis par des investisseurs institutionnels en quête de rendement et de moyens de diversification de leur portefeuille
- Augmentation de l'offre, donc de la concurrence, provenant d'un nombre croissant de fournisseurs de prêts directs

L'économie européenne progresse constamment et la politique monétaire reste très expansionniste. Dans la figure 3, nous pouvons voir que la demande de crédit des sociétés a augmenté dans toutes les économies importantes de la zone euro. Ce crédit sert encore principalement à refinancer la dette existante pendant que les taux d'intérêt sont bas. Cependant, la stabilité économique incite aussi les sociétés à emprunter pour financer la croissance, soit au moyen d'une expansion interne de leur entreprise, soit au moyen de fusions et acquisitions souvent dirigées par des promoteurs financiers comme des sociétés de capital-investissement. Ce besoin accru de financement est satisfait par un groupe de prêteurs directs qui n'a pas participé aux cycles de crédit précédents.

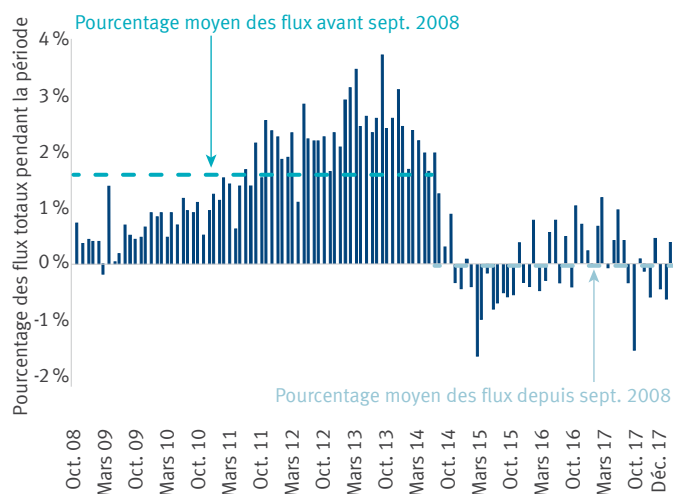
Malgré l'abondance de fonds de prêts directs en Europe, ce secteur poursuit sa croissance ; pas plus tard qu'en 2016, pas moins de 85 % des prêts octroyés aux sociétés provenait encore du financement bancaire traditionnel, ce qui laissait beaucoup de place aux prêteurs non traditionnels voulant saisir une part de marché<sup>2</sup>. Comme le montre la figure 3, la demande de prêts est restée positive dans la zone euro depuis juin 2014. La figure 4 indique qu'en moyenne, le financement bancaire a diminué dans la région depuis 2008. Pour les fonds de prêts directs, cet écart entre l'offre et la demande représente une occasion de prolifération et de croissance.

Figure 3 : Demande de crédit de sociétés



Sources : Banque centrale européenne, Statistical Data Warehouse. Données rétrospectives sur trois mois.

Figure 4 : Flux des prêts aux sociétés non financières dans la zone euro (% de croissance sur 12 mois)



Sources : Banque centrale européenne, Statistical Data Warehouse

<sup>2</sup> AIMA, Financing the Economy 2016.

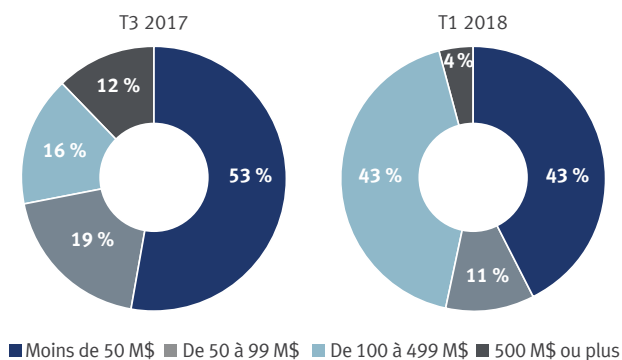
Il est possible que les banques jouent un rôle renouvelé dans cette expansion, mais le secteur attend actuellement la prochaine phase de resserrement réglementaire Bâle IV, qui leur imposera des restrictions encore plus fortes au chapitre des exigences de fonds propres et des bilans. De surcroît, la législation autorisant les fonds de prêts directs à exercer leurs activités dans le pays vient tout juste d'être adoptée en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne. Nous pensons donc que le marché européen des prêts directs est susceptible de continuer à offrir des occasions attrayantes en comparaison des autres marchés, tout d'abord parce qu'il est plus petit et que son potentiel de croissance est plus grand et, ensuite, parce qu'il est peu probable que les banques redeviendront prochainement de féroces concurrents étant donné leur récent retrait et les pressions réglementaires constantes. Par conséquent, l'écart entre l'offre et la demande devrait persister.

### Flux de capitaux

Les investisseurs institutionnels fournissent de plus en plus le capital requis pour combler ce besoin de financement. Le phénomène persistant des faibles rendements en revenu sur les marchés développés continue à rendre attrayantes les sources de rendement non traditionnelles. Comme le montre la figure 5, même au cours des six derniers mois, le montant de capital que les investisseurs institutionnels entendent investir dans des titres de créance privés a grandement augmenté.

La possibilité de diversifier les rendements et de recevoir une prime plus élevée a rehaussé l'attrait des fonds de prêts directs. Malgré tout, puisque cette forte augmentation des sommes qui y sont investies ne représente que 0,5 % du marché européen total des prêts (figure 6), le potentiel de croissance reste élevé.

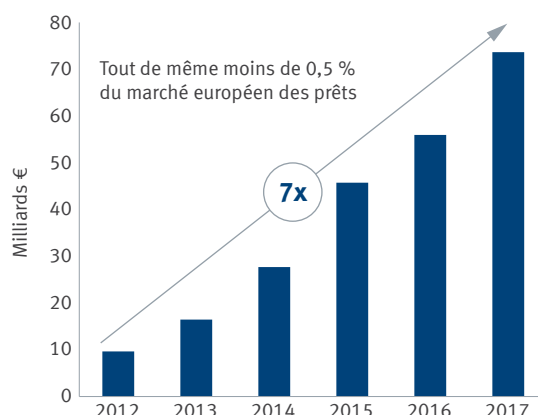
Figure 5 : Montant que les investisseurs institutionnels prévoient investir dans des titres de créance privés au cours des 12 prochains mois



Source : Preqin Quarterly Update : Ensemble de données sur les titres de créance privés au T3 2017, ensemble de données sur les titres de créance privés au T1 2018.

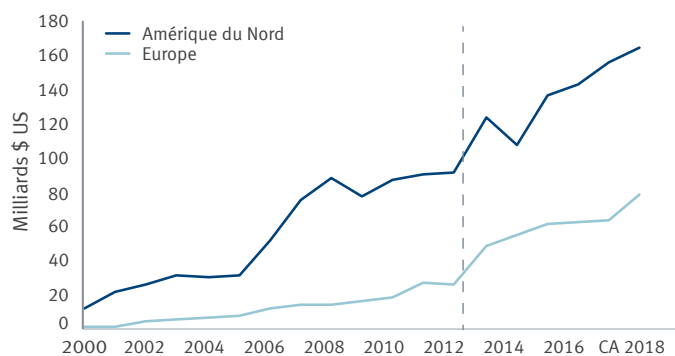
Au cours des six dernières années, les flux de capitaux entrant dans cette catégorie d'actif ont été abondants à la fois aux États-Unis et en Europe. Aux États-Unis, ce marché était déjà compétitif et il l'est devenu encore davantage. En Europe, les activités de prêt direct n'ont pas vraiment commencé à prendre de l'importance avant 2008. Comme l'illustre la figure 6, cette catégorie d'actif y connaît une forte croissance depuis 2012 : en Europe, le montant d'actif géré s'est presque multiplié par sept et le nombre de fonds a aussi augmenté considérablement. Cette expansion signale que cette catégorie d'actif gagne en popularité auprès des emprunteurs et des investisseurs, mais en Europe, elle représente un actif géré encore très inférieur au niveau atteint aux États-Unis. La figure 7 montre que depuis 2012, le montant total en dollars mobilisé, mais pas encore investi (qu'on appelle « poudre sèche ») s'est élevé à environ 830 milliards de dollars en Amérique du Nord, toutes catégories de titres de créance privés confondus, par rapport à 369 milliards de dollars en Europe<sup>3</sup>.

Figure 6 : Actif géré total des prêts directs européens



Sources : Preqin, avril 2018 ; BlueBay Asset Management

Figure 7 : Poudre sèche pour les titres de créance privés en Amérique du Nord et en Europe



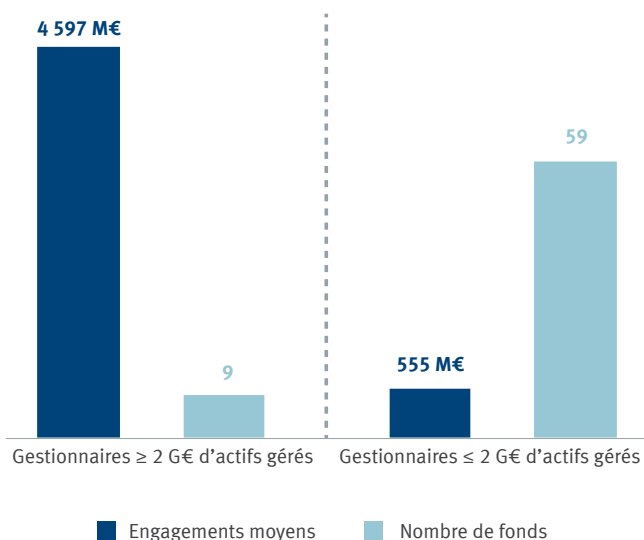
Source : Preqin, mai 2018.

<sup>3</sup> Source : Preqin, mai 2018. En Amérique du Nord, les sommes gérées hors des États-Unis représentent environ 3 % du montant total.

### Bifurcation du marché

L'occasion que procure ce marché a certes attiré bien des nouveaux intervenants. Fait intéressant, la montée de la concurrence s'est concentrée dans le segment de ce marché représenté par les petites entreprises, car les nouveaux intervenants, ayant de moindres montants à investir, sont en concurrence pour des prêts plus modestes (de cinq à 25 millions d'euros), et les banques continuent parfois à participer à ce marché (limitant généralement tout prêt individuel à des montants à peu près du même ordre). Comme l'illustre la figure 8, la tendance qui se manifeste au chapitre de la collecte de capitaux est révélatrice. Environ 70 fonds ont été créés au cours des six dernières années, mais les gestionnaires européens dont les actifs sont de moins de 2 milliards d'euros au total gèrent à peu près 500 millions d'euros d'actifs. Il n'y a que dix gestionnaires qui disposent de plus de 2 milliards d'euros d'actifs, et ils ont en moyenne 4,5 milliards d'euros à gérer<sup>4</sup>. La concurrence est donc moins vive dans le segment le plus gros du marché, de sorte que les gestionnaires bien établis peuvent procurer aux emprunteurs de ce segment une solution à guichet unique qui peut grandement simplifier leur processus d'emprunt. Cette simplification est particulièrement intéressante pour une société qui a besoin de plus de 30 millions d'euros de capital et qui aimerait éviter la négociation avec de multiples prêteurs et la complexité de la négociation de multiples modalités.

Figure 8 : Gestionnaires européens de prêts directs : partage du marché par actifs gérés des sociétés de 2012 à 2018 CA

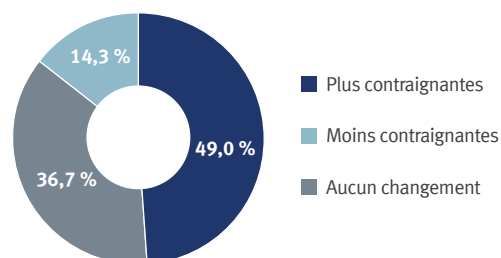


Sources : Preqin, avril 2018 ; BlueBay Asset Management

Chez les nouveaux concurrents exploitant le plus petit segment du marché, l'inclusion de clauses est devenue moins régulière. Plus le nombre de gestionnaires augmente, plus la protection issue des clauses diminue en général. Au cours des trois dernières années, 49 % des emprunteurs qui ont obtenu un prêt direct ont déclaré que les exigences des clauses étaient devenues moins

contraignantes. Cela dit, les avantages de la taille sont évidents ; les prêteurs qui peuvent faire office de source unique de capital et réduire ainsi grandement la complexité d'un contrat sont quand même en mesure d'imposer des modalités attrayantes pour l'investisseur et, d'après notre expérience, de continuer à exiger les clauses rigoureuses de nature à protéger leur capital. L'amointrissement de la protection des prêteurs invite à la prudence et est un facteur que l'investisseur doit garder à l'esprit.

Figure 9 : Déclaration des emprunteurs concernant les clauses de prêts



Source : AIMA, Financing the Economy 2017.

Maintenant que le marché européen des prêts directs a pris de l'expansion, les prêteurs qui y sont actifs depuis quelque temps concrétisent les avantages d'une taille, d'une expérience et d'un réseau que les équipes nouvelles n'ont pas. Nous nous attendons à ce que ces sociétés mieux établies continuent de former l'assise de cette catégorie d'actif. Les tendances que nous avons observées sur le marché des prêts directs au cours des dernières années, notamment l'augmentation des actifs, la demande accrue de la part des emprunteurs et l'accroissement de la concurrence, donnent à penser que le marché des prêts directs est bien établi en Europe et qu'il continuera à croître.

### Caractéristiques des fonds de prêts directs

Les fonds de prêts directs présentent généralement les caractéristiques suivantes :

- **Prêts privilégiés ou unitranche** : Les prêts sont généralement garantis par les éléments d'actif de la société active ; par conséquent, ils prennent rang avant les autres composantes de la structure du capital.
- **Transparence financière** : Parce qu'un processus de négociation bilatéral (souvent entre un seul prêteur et une entreprise de taille moyenne) est requis pour obtenir un prêt direct, les prêteurs bénéficient de plus de transparence et d'un meilleur contrôle que lorsqu'ils investissent dans de nombreux titres de créance publics.
- **Faible sensibilité aux taux d'intérêt** : La plupart des prêts directs sont octroyés à des taux variables plus un certain écart. Cette caractéristique les rend moins sensibles aux variations des taux d'intérêt que les titres à revenu fixe.

<sup>4</sup> Preqin, janvier 2018.

- **Structure contractuelle attrayante :** Le fait que la négociation est directe permet au prêteur de mieux contrôler et personnaliser les clauses, le nantissement et la structure qui forment les conditions d'octroi du crédit.
- **Taux de défaillance prévu moins élevé** et meilleur taux de recouvrement. Parce qu'il s'agit d'une créance garantie de premier rang et qu'il existe une relation directe entre le prêteur et l'emprunteur, le taux de défaillance devrait être inférieur à celui des obligations à rendement élevé ou des prêts à effet de levier comparables, et le taux de recouvrement devrait être supérieur.
- **Modeste courbe en J :** Contrairement à d'autres placements du marché privé, les fonds de prêts directs ont généralement de très modestes courbes en J, alors que dans les premières phases d'existence d'un fonds, les coûts, les frais et les valorisations risquent d'engendrer des pertes cumulatives. Les fonds de prêts directs n'imposent normalement de frais que sur le capital investi ; ils font des distributions en espèces élevées (les intérêts sont versés par les sociétés dès le début) et ils comportent souvent d'attrayants frais de structuration initiaux versés directement aux investisseurs.

## Comment peut-on intégrer ces fonds à un portefeuille ?

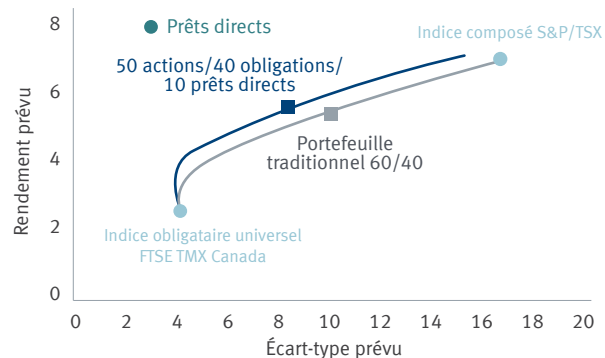
Lorsque la répartition de l'actif des investisseurs a commencé à s'éloigner de la traditionnelle pondération de référence 60/40 afin d'accentuer la diversification, l'emploi de solutions non traditionnelles s'est accru. L'investissement dans les titres de créance privés a connu un essor de sorte que cette catégorie d'actif est de plus en plus employée dans le segment axé sur le rendement d'un portefeuille.

Dans les exemples donnés plus loin, nous montrons l'incidence que peut avoir, à lui seul, l'ajout de prêts directs (au moyen d'une stratégie axée sur une pondération de 70 % en prêts privilégiés et de 30 % en prêts subordonnés) dans un portefeuille en quête de rendement. Dans ces exemples, nous avons démontré l'incidence d'un placement puisé à même les actions et les obligations. Dans le passé, les investisseurs puisaient ce placement dans leur segment de capital-investissement ou de produits non traditionnels, mais nous avons constaté que depuis peu, ils sont de plus en plus susceptibles de voir les prêts directs comme un ajout à leurs placements en titres de créance et, par conséquent, à prélever les sommes requises dans le segment de leur portefeuille réservé aux titres à revenu fixe ou aux titres de créance non traditionnels.

## Les placements en quête de rendement peuvent remplacer le traditionnel portefeuille d'actions

La figure 10 illustre l'effet escompté d'un investissement dans des prêts directs financé au moyen d'actions incluses dans un portefeuille traditionnel. Dans cet exemple, nous avons ajouté au portefeuille une pondération de 10 % de prêts directs financée à même la part d'actions existante. Le déplacement positif de la frontière efficiente (vers le haut et la gauche) indique que l'ajout de pareille stratégie rend le portefeuille plus efficient. En d'autres termes, le nouveau portefeuille se caractérise par un meilleur potentiel de rendement et une volatilité amoindrie, d'après l'écart-type. De surcroît, la perte attendue mesurée par la VaR conditionnelle a diminué et il y a eu amélioration du rendement attendu par unité de risque, déterminé par le ratio Sharpe. Ensemble, ces mesures donnent à entendre que l'ajout d'un placement en prêts directs financé à même les actions peut être avantageux, surtout du point de vue de la gestion de la volatilité.

Figure 10 : Exemple d'un investissement dans des prêts directs financé au moyen d'actions



	Portefeuille traditionnel	Nouveau Portefeuille
Rendement prévu	5,6 %	<b>5,7 %</b>
Écart-type	9,9 %	<b>8,4 %</b>
Ratio Sharpe	0,38	<b>0,46</b>
VAR conditionnelle 95	-18,0 %	<b>-16,7 %</b>
Rendement en revenu estimé (à titre informatif)	2,7 %	<b>3,7 %</b>
Duration estimée (à titre informatif)	7,4	<b>5,9</b>

Sources : Bloomberg, PH&N GP, RBC GMA

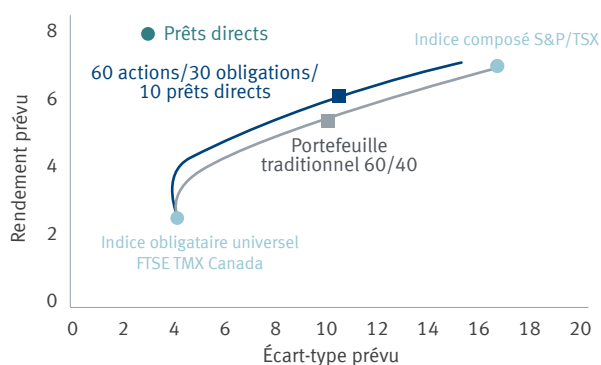
Ce graphique est présenté à titre informatif seulement. Il n'a pas pour objet de refléter les rendements réels ou futurs du placement.

Veuillez lire les notes finales pour connaître les hypothèses sur lesquelles se fonde la modélisation.

## Les placements en quête de rendement peuvent remplacer le traditionnel portefeuille de titres à revenu fixe

La figure 11 montre l'incidence de l'ajout d'une pondération de 10 % de prêts directs financée à même la part existante en titres à revenu fixe dans un portefeuille traditionnel 60/40. Encore ici, la frontière efficiente se déplace vers le haut et la gauche, ce qui indique que l'ajout de cette catégorie d'actif améliore l'équilibre entre le risque et le rendement du portefeuille. Ici, la sensibilité aux taux d'intérêt du nouveau portefeuille est beaucoup moins forte, comme le montre le raccourcissement de la durée. De plus, moyennant une légère hausse de la volatilité prévue (écart-type), le rendement attendu du portefeuille a augmenté, ce qui signale une petite amélioration éventuelle de l'efficacité, telle que mesurée par le ratio Sharpe.

Figure 11 : Exemple d'un investissement dans des prêts directs financé au moyen de titres à revenu fixe



	Portefeuille traditionnel	Nouveau Portefeuille
Rendement prévu	5,6 %	<b>6,1 %</b>
Écart-type	9,9 %	<b>10,0 %</b>
Ratio Sharpe	0,38	<b>0,42</b>
VAR conditionnelle 95	-18,0 %	<b>-19,6 %</b>
Rendement en revenu estimé (à titre informatif)	2,7 %	<b>4,0 %</b>
Duration estimée (à titre informatif)	7,4	<b>5,5</b>

Sources : Bloomberg, PH&N GP, RBC GMA

Ce graphique est présenté à titre informatif seulement. Il n'a pas pour objet de refléter les rendements réels ou futurs du placement.

Veillez lire les notes finales pour connaître les hypothèses sur lesquelles se fonde la modélisation.

## Considérations pour la mise en œuvre

Les stratégies axées sur le prêt direct européen sont très attrayantes, mais avant d'investir dans cette catégorie d'actif, l'investisseur doit tenir compte de facteurs importants.

**Liquidité :** La nature directe des prêts limite l'existence d'un marché secondaire ; les prêts sont généralement remboursés dans un délai de 18 à 36 mois, mais ils peuvent aussi durer cinq ans ou plus et, une fois le crédit octroyé, l'investisseur est lié par son engagement.

**Structure des fonds :** Les fonds qui donnent accès à ce marché ont souvent une structure de société de capital-investissement immobilisé ; ils n'offrent pas d'option de rachat, de sorte que la liquidité ne peut provenir que du capital du fonds et des distributions de revenu. De plus, ces fonds appliquent habituellement un processus de prélèvement qui leur permet de faire un appel de capital lorsqu'un contrat est trouvé et signé. Donc, compte tenu des distributions, le montant investi par l'investisseur peut ne jamais être totalement demandé et en moyenne, un montant très inférieur à celui du placement total sera utilisé pendant la durée de vie du fonds (de 40 à 60 % bien souvent).

**Maintien des pondérations :** L'investisseur qui fait un placement dans cette catégorie d'actif peut devoir attendre plusieurs années avant que le montant de son placement soit entièrement utilisé. Pour s'assurer d'atteindre et de maintenir ses pondérations cibles au fil du temps, il lui faudra peut-être donc appliquer une stratégie d'échelonnement dans divers fonds sur plusieurs périodes.

**Capital non appelé :** L'investisseur devra aussi décider comment le capital attribué sera investi avant qu'il fasse l'objet d'un appel, que ce soit en espèces ou dans une autre catégorie d'actif permettant d'éviter toute pénalité en cas d'appel de capital.

**Risque de change :** Lorsqu'il fait un placement dans un instrument de prêt direct dans un autre pays, l'investisseur octroie du crédit dans la monnaie locale, ce qui signifie que tant le rendement du capital que le montant total de capital engagé sont exposés au risque de change. Les outils de couverture de change peuvent réduire considérablement ce risque. D'ailleurs, la structure de prélèvement de bien des fonds de prêts directs fait en sorte que c'est généralement au fil du temps que sont faits les placements dans le fonds et que sont générés les rendements. L'investisseur peut ainsi profiter de l'effet stabilisateur de l'étalement des achats et des ventes (grâce à l'appel de capital et au processus de distribution) du placement au fil du temps.

## CONCLUSION

Les réalités d'un contexte de faiblesse des taux incitent les investisseurs à continuer à chercher des solutions nouvelles et novatrices qui les aideront à atteindre leurs objectifs, dont la réalisation est rendue plus difficile par leurs passifs croissants et les rendements attendus des titres à revenu fixe de base. À notre avis, la combinaison d'un ensemble de facteurs a créé des occasions d'établir des portefeuilles attrayants de prêts directs à des sociétés européennes de taille moyenne, et nous pensons qu'à moyen terme, ces occasions ne disparaîtront pas. Les rendements attendus relativement élevés, les distributions en espèces attrayantes, la faible sensibilité aux taux d'intérêt et la protection accordée aux prêteurs directs du fait de la structure du capital contribuent à rendre ce choix attrayant dans le segment axé sur le rendement du portefeuille d'un investisseur.

## Notes finales

## Hypothèses relatives au marché des capitaux

Catégories d'actif	Données représentatives	Rendements annualisés sur 10 ans prévus	Volatilité annuelle prévue	Risque de baisse annuelle prévu
Liquidités	Indice des bons du Trésor à 30 jours FTSE TMX Canada	1,91 %	0,40 %	1,10 %
Actions canadiennes	Indice composé S&P/TSX	6,75 %	16,60 %	-29,90 %
Obligations universelles	Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	2,68 %	4,10 %	-7,30 %
Prêts directs <sup>1</sup>	Indice des prêts à effet de levier Credit Suisse (USD)	8,00 %	3,80 %	-17,80 %

## Corrélation

Corrélation	Liquidités	Actions canadiennes	Actions canadiennes	Prêts directs
Liquidités	1			
Actions canadiennes	-0,1	1		
Obligations universelles	0,1	-0,1	1	
Prêts directs	-0,2	0,4	-0,1	1

Les hypothèses retenues représentent les opinions de PH&N aux fins de l'illustration et de la compréhension de l'éventuel rapport entre le risque et le rendement des différentes décisions prises en ce qui a trait au portefeuille. L'investisseur doit comprendre que la formulation d'hypothèses prospectives a ses limites et que rien ne garantit que le rendement futur sera conforme à toute attente ex ante.

<sup>1</sup> Rendement annualisé prévu sur 10 ans, après déduction des frais.

Le présent article ne vise aucunement à donner des conseils personnels en matière de questions juridiques, de comptabilité, de fiscalité, de placement, de finances ou autres, et est publié à titre informatif uniquement. Des stratégies de placement données doivent être examinées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chaque investisseur. Les renseignements contenus dans les présentes sont fournis par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA) et ils sont réputés à jour, exacts et fiables. Les informations obtenues de tiers sont jugées fiables. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard de tout dommage, perte, erreur ou omission.

Ce document peut contenir des énoncés prospectifs à propos d'un fonds ou de facteurs économiques généraux qui ne garantissent nullement le rendement futur. Ces énoncés comportant des incertitudes et des risques inhérents, il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Les opinions exprimées dans les énoncés prospectifs peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont présentées de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale.

® / <sup>MC</sup> Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2018

