

Réflexions sur le crédit privé

Par Richard Pilosof

Novembre 2024

Ces dernières années, de plus en plus de clients et d'amis m'ont demandé mon point de vue sur le crédit privé - ce que je pense de cet espace, les opportunités et les risques qu'il présente. J'ai partagé ces points de vue au cours de nombreuses conversations 1x1, mais j'ai voulu les partager plus largement ici. Les capitaux alloués au crédit privé ont connu une croissance explosive au cours de la dernière décennie, mais surtout au cours des cinq dernières années. Le nombre de questions posées par les investisseurs sur cette classe d'actifs a augmenté parallèlement aux sommes allouées. Le mois dernier, j'ai été invité à prendre la parole lors d'une conférence mondiale sur les produits alternatifs à Toronto et j'ai eu l'impression que près de la moitié de l'ordre du jour était consacrée aux actifs privés - la majeure partie de cet intérêt étant centrée sur le crédit privé.

Je ferai part de mes conclusions pour les investisseurs à la fin de ce mémo. Je pense que le crédit privé est là pour rester et qu'il peut jouer un rôle bénéfique dans les portefeuilles des investisseurs. Toutefois, je tiens à mettre en garde les investisseurs car je pense que la prime de liquidité s'est considérablement érodée ces dernières années avec l'afflux d'actifs dans l'espace. Je pense également que les investisseurs sous-estiment peut-être les avantages de la liquidité et de la transparence dans leurs portefeuilles de crédit à ce stade du cycle. J'aborderai ces sujets dans ce qui suit et conclurai par mes réflexions et mes recommandations.

Contexte - Origine de la classe d'actifs

Lorsque j'ai cofondé RPIA en 2009, c'était en partie pour tirer parti du fait qu'après la crise financière de 2007-2008, les banques mondiales ont abandonné bon nombre des activités de tenue de marché et de négociation pour compte propre très rentables dans lesquelles elles s'étaient engagées avant la crise. Cette décision s'explique en partie par la volonté des dirigeants des banques de minimiser la volatilité des bénéfices à l'avenir ("retour aux prêts traditionnels"). Mais c'était aussi le résultat de nouvelles réglementations bancaires - Dodd Frank et Bâle 3 - qui soit interdisaient aux banques de s'engager dans certaines activités (Dodd Frank), soit rendaient ces activités plus coûteuses (Bâle 3). En conséquence, les sociétés de buy-side ont eu la possibilité de combler ce vide et de lancer des stratégies permettant aux investisseurs privés de profiter des opportunités offertes par la négociation d'obligations d'entreprises.

Il est intéressant de noter que la dette privée a la même origine que le resserrement du crédit de 2007-2008.

Les banques ayant réduit leurs activités de prêt, en particulier aux entreprises du marché intermédiaire, il était logique que des prêteurs non traditionnels interviennent pour combler ce vide. Les grandes banques ont généralement une approche stricte des prêts aux entreprises, fondée sur des règles. Si vous cochez certains critères et entrez dans certaines cases, vous pouvez emprunter. Dans des situations plus complexes, les entreprises peuvent ne pas remplir les critères requis et il est donc plus difficile d'obtenir un prêt bancaire. Ces emprunteurs (généralement des entreprises plus petites et plus endettées) ont dû se tourner vers des prêteurs non traditionnels pour obtenir un financement. Bien qu'elles aient la même origine, la façon dont ces deux catégories d'actifs ont évolué est intéressante pour les investisseurs.

Réexaminer les raisons de détenir des titres privés

Réfléchissons aux raisons pour lesquelles les investisseurs ont adopté avec tant d'enthousiasme l'allocation de crédits privés au cours de la dernière décennie. Je pense que les principaux avantages peuvent être regroupés en trois catégories :

1. Diversification de l'exposition des portefeuilles
2. Réduction de la volatilité du portefeuille
3. un rendement plus élevé (généralement considéré comme la "prime de liquidité").

Examinons chacun de ces avantages plus en détail.

■ Raison 1 - Diversifier les expositions au crédit

Les indices d'obligations d'entreprises sont généralement constitués de centaines d'expositions différentes au crédit dans un large éventail d'industries et de secteurs. Les émetteurs ont généralement une cote de crédit et doivent avoir une certaine taille et une certaine maturité pour accéder aux marchés obligataires publics, ce qui permet aux grandes entreprises d'avoir un meilleur accès aux marchés publics ou aux banques pour le financement.

Jusqu'à très récemment, la dette privée se concentrait sur les prêts aux entreprises trop petites pour les marchés des prêts syndiqués ou à haut rendement. Ces entreprises ont souvent un effet de levier plus important que celui que les banques traditionnelles accepteraient de leur prêter. Les entreprises qui ont recours au financement privé sont généralement moins présentes sur les marchés publics du crédit, ce qui laisse entrevoir un potentiel de diversification de l'exposition pour les investisseurs. J'ai qualifié la déclaration ci-dessus de "potentiel" car il y a eu une convergence significative entre les marchés du crédit public et privé au cours des dernières années - et les avantages de la diversification ne peuvent donc plus être considérés comme acquis. Je reviendrai sur ce point plus tard.

Ainsi, lorsque nous parlons de diversification, nous devons garder à l'esprit que l'ajout de dette privée signifie souvent prêter à des emprunteurs plus petits et plus risqués. Il ne s'agit pas nécessairement d'élargir votre exposition à différents secteurs de l'économie.

Verdict - lorsque vous investissez dans la dette privée, vous devez comprendre quels risques de crédit vous assumez par rapport à ce que vous pouvez obtenir sur les marchés publics. Et posez-vous les questions suivantes : "Ai-je besoin de cette diversification dans mon portefeuille ? Est-ce que cela m'apporte une réelle diversification de mon portefeuille et si oui, à quel prix ?"

■ Raison 2 - Réduction de la volatilité du portefeuille

En tant que personne ayant passé toute sa carrière sur les marchés publics, j'aime la pureté et l'honnêteté qui découlent de l'évaluation des investissements à la valeur du marché. Je suis un peu un rabat-joie en ce qui concerne l'évaluation au prix du marché. Mais j'apprécie la transparence qu'elle m'offre quant à la valeur de mes avoirs. **A tout moment, je peux regarder ce que je possède, voir l'évaluation du marché et prendre des décisions d'investissement sur la base de ces informations.** Le revers de la médaille de la détention d'investissements publics est qu'il y aura inévitablement de la volatilité en raison de l'évolution de l'environnement au fil du temps - qu'elle soit due à la politique, à l'économie, aux fondamentaux du crédit, etc. Mais tout bien considéré, je préfère la transparence et la volatilité qui découlent de l'évaluation au prix du marché.

Les investissements privés ne se comportent pas de la même manière. Un portefeuille de crédit privé ne sera pas évalué à la valeur du marché car il n'existe pas de marché secondaire liquide pour les prêts du portefeuille. Les prêts sont généralement évalués à leur valeur nominale pendant leur durée de vie, tant qu'ils sont performants - qu'il s'agisse de paiements programmés ou de paiements en nature. Si l'emprunteur n'est pas en mesure d'effectuer le paiement lorsque le prêt devient exigible, le prêt est généralement réévalué à la baisse (potentiellement de beaucoup) à ce moment-là. Tant que les prêts sont performants, la performance de ce portefeuille est linéaire, sans aucune volatilité, comme c'est le cas pour un portefeuille de crédit public. Le hic, c'est qu'en cas de défaillance d'un prêt, les dépréciations peuvent être considérables.

Je tiens cependant à souligner que les investissements publics et privés dans le domaine du crédit sont en fin de compte déterminés par les mêmes facteurs. Il s'agit notamment de la politique monétaire, de la vigueur de l'économie, des bilans des entreprises, des coûts de refinancement, etc. Dans les deux cas, vous prêtez de l'argent à une entité et vous êtes payé pour assumer le risque de ne pas récupérer votre argent. **Ce risque évolue dans le temps en fonction de nombreux facteurs. Cependant, une catégorie d'investissements de crédit tient compte de l'évolution du risque de défaillance au fil du temps dans l'évaluation, tandis que l'autre catégorie ressemble davantage à l'autruche proverbiale.**

Il est important de le reconnaître. Je pense que l'une des raisons de la popularité croissante de la dette privée est cet effet de lissage qui contribue à rendre les rendements des portefeuilles plus réguliers et moins volatils. Cliff Asness d'AQR a parlé de "blanchiment de la volatilité" et je pense que c'est à cela qu'il faisait référence. En remplaçant une partie du crédit public par du crédit privé, les paramètres de votre portefeuille s'amélioreront probablement (rendement plus régulier et volatilité moindre - ce qui signifie un ratio de Sharpe plus élevé), mais on peut affirmer que ces avantages sont trompeurs. J'ai déjà plaisanté avec mes collègues en disant qu'une autre façon d'obtenir un résultat similaire serait d'investir dans le crédit public tout en refusant de regarder ses relevés mensuels. Je suis un peu ironique, mais je suis sûr que vous comprenez ce que je veux dire. Le crédit - qu'il soit public ou privé - est du crédit. Certains de nos investisseurs institutionnels qui ont des allocations de crédit privé utilisent des indicateurs du marché public lorsqu'ils modélisent ces expositions dans leur système de risque. Cela me semble prudent.

Verdict - Je ne considère pas que la réduction de la volatilité du portefeuille grâce aux titres privés soit un avantage réel. Bien que cela puisse apporter un confort psychologique en période de prospérité, les investisseurs ne doivent pas se leurrer en pensant que le passage du crédit public au crédit privé réduit la volatilité potentielle du portefeuille.

■ Raison 3 - La prime de liquidité

La prime de liquidité est l'autre élément essentiel à prendre en compte. La théorie financière nous enseigne que l'on ne peut obtenir plus de rendement que si l'on est prêt à prendre plus de risques. En renonçant à la liquidité, les investisseurs exigeront une compensation supplémentaire. Cela soulève la question suivante : quel rendement supplémentaire est suffisant pour renoncer à la liquidité ? Au début de l'année, j'ai écrit une lettre aux investisseurs des SIPR pour leur poser cette question précise : [que vaut la liquidité pour vous ?](#)

Mais avant d'en arriver là, je pense qu'il est important d'approfondir un peu ce concept. L'estimation de la prime de liquidité n'est pas aussi simple qu'on pourrait le penser. Pour commencer, vous pourriez être tenté d'examiner les rendements des obligations d'entreprises (investment grade ou high yield) et de comparer la performance de ces classes d'actifs aux rendements d'un fonds de dette privée ou d'un indice de plusieurs fonds. Toutefois, cette différence de rendement ne sera pas uniquement fonction de la différence de liquidité. Comme je l'ai mentionné précédemment, les entreprises des fonds de dette privée sont plus petites et ont un effet de levier plus important, ce qui pourrait ajouter une autre couche de complexité à la différence de rendement. Il faudrait également tenir compte des différents profils de risque de crédit des portefeuilles, des éventuels biais sectoriels, des différences de durée, etc. avant de pouvoir comparer les deux séries de rendements. En général, je pense que les portefeuilles de crédit privé présentent un risque de crédit plus élevé.

De nombreux travaux universitaires ont été réalisés pour estimer la prime de liquidité, mais les résultats sont pour le moins mitigés. Je fournirai les liens vers quelques études intéressantes dans les notes de fin d'article. Le premier article porte sur le capital-investissement privé par rapport au capital-investissement public. Bien que les rendements globaux semblent meilleurs pour les sociétés privées, une fois les flux de rendement ajustés pour tenir compte de la taille de l'entreprise, de l'effet de levier et des biais sectoriels, ils n'ont trouvé aucune preuve de l'existence d'une prime de liquidité.¹ De même, un autre article récent a montré que sur une période de 24 ans, l'immobilier privé a produit des rendements nets moyens sensiblement inférieurs à ceux des FPI publics.²

Je me réfère à ces deux études pour illustrer le fait que, bien qu'il y ait beaucoup de leadership intellectuel pour promouvoir les avantages des actifs privés, il est difficile de déterminer s'il existe une prime de liquidité et, le cas échéant, de quelle nature elle est. La prime de liquidité était autrefois estimée à 3-4 % par an, mais les estimations récentes sont plutôt de l'ordre de 1-2 %. Je suis un peu prudent lorsque j'utilise des estimations, car cette différence de rendement peut refléter d'autres éléments en plus de la différence de liquidité (comme un risque de crédit plus élevé). Cependant, je peux affirmer avec certitude qu'avec **tous les actifs qui ont récemment afflué vers la dette privée, la prime de liquidité qui existait auparavant a certainement été comprimée. C'est toujours le cas sur les marchés. Le fait d'être en avance sur le marché présente généralement des avantages.**

¹ L'Her, Jean-François et al., « A Bottom-Up Approach to the Risk-Adjusted Performance of the Buyout Fund Market », *Financial Analysts Journal* (2016), 72:4, 36-48, DOI : 10.2469/faj.v72.n4.1, décembre 2018.

² Beath, Alexander et Flynn, Chris, « Asset Allocation and Fund Performance of Defined Benefit Pension Funds in the United States 1998-2021 », CEM Benchmarking Inc., octobre 2023.

Verdict - Bien qu'il puisse exister une prime de liquidité positive, je pense qu'elle a été considérablement réduite ces dernières années en raison du flux de capitaux vers l'espace privé. À ce stade, les investisseurs devraient réfléchir attentivement à ce qu'ils abandonnent pour s'emparer de la prime existante, quelle qu'elle soit.

L'importance de la vitesse de déploiement

Dans un autre ordre d'idées, mais avec prudence, il convient de comparer les rendements des stratégies de crédit public (dans lesquelles votre capital est investi et commence à être rémunéré immédiatement) à ceux des stratégies de crédit privé (drawdown), dans lesquelles le déploiement du capital peut prendre beaucoup de temps. Ces dernières stratégies peuvent avoir un "frein à la trésorerie" significatif, ce qui peut avoir un impact important sur le rendement global de votre investissement. Les auteurs ont constaté qu'un investisseur aurait dû générer un TRI de plus de 16 % dans une structure de réduction pour être aussi bien loti, en termes de dollars, qu'il l'aurait été avec un rendement de 10 % dans une structure à capital constant. En d'autres termes, si vous envisagez des structures de retrait, **vous devez obtenir un rendement beaucoup plus élevé sur votre capital investi que ce que vous pouvez espérer obtenir dans une stratégie liquide.**

La convergence des marchés publics et privés

J'ai mentionné précédemment que les marchés du crédit public et privé ont commencé à converger et je voudrais donc développer ce point. La dette privée est l'un des segments du marché qui connaît la croissance la plus rapide. Pour mettre les choses en perspective, "après avoir quadruplé au cours de la dernière décennie pour atteindre près de 2 000 milliards de dollars d'actifs, le crédit privé est aussi important que le marché des prêts syndiqués des banques".⁴ Aujourd'hui, avec plus de capitaux pour moins d'opérations, les gestionnaires de crédit privé ont dû regarder au-delà de leur niche historique pour faire travailler les capitaux des investisseurs. Ces dernières années, les prêteurs privés se sont détournés des prêts traditionnels au marché intermédiaire pour entrer en concurrence avec le marché plus large des prêts syndiqués. En d'autres termes, les gestionnaires de crédit privés sont désormais en concurrence directe avec les banques et les gestionnaires de crédit publics pour déployer ce volume massif de capitaux.

Aujourd'hui, nous voyons souvent des sponsors explorer les options de financement sur les marchés publics et privés. Ils évaluent le prix en fonction des clauses associées au financement et prennent leur décision sur cette base. Parfois, ils utilisent les deux marchés. Au cours des derniers trimestres, nous avons commencé à voir les prêts de crédit privés se refinancer de plus en plus sur le marché des prêts largement syndiqués, à mesure que le crédit s'améliore et que les entreprises veulent accéder à un financement moins coûteux.

Historiquement, les marchés public et privé étaient segmentés. Aujourd'hui, il est intéressant de constater que le crédit public et le crédit privé ressemblent davantage à un diagramme de Venn, avec une importante zone de chevauchement.

³ O'Hara, Sean, « Evergreen Private Funds – A Performance Analysis », <https://www.obsiido.com/learning-hub/research-whitepapers/>, Obsiido Alternative Investments Inc., octobre 2024.

⁴ Alpert, Bill, « Move Over, Banks. Alternative Asset Giants Plunge Into Private Credit » (Banques, faites place ! Les géants des actifs alternatifs se lancent dans le crédit privé), <https://www.barrons.com/articles/banks-alternative-assets-private-credit-0f76bdbd?st=U8xU7g>, Barron's, Dow Jones & Company, Inc., octobre 2024.

Les emprunteurs peuvent explorer les options de financement sur les deux marchés. Je m'attends à ce que cette tendance se poursuive et, par conséquent, la mesure dans laquelle les investisseurs peuvent s'attendre à des avantages de diversification du crédit privé à l'avenir dépendra du gestionnaire et de la stratégie qu'ils choisiront.

Réflexions finales

Il est clair qu'il s'agit d'un sujet fascinant sur lequel j'ai des opinions bien arrêtées. Mais je voulais conclure en donnant quelques conseils que j'ai donnés à d'autres personnes lorsqu'elles envisagent d'investir dans la dette privée à l'heure actuelle.

- Les marchés du crédit ont connu une innovation significative au cours de la dernière décennie. La croissance du crédit privé en tant que nouvelle classe d'actifs offre un plus grand choix aux investisseurs. Avant de prendre une décision, **les investisseurs doivent réfléchir à leurs objectifs et comprendre comment les actifs privés peuvent aider ou entraver la réalisation de ces objectifs.** Les objectifs d'investissement varient en fonction de nombreux facteurs, de sorte que ce qui convient à d'autres peut ne pas vous convenir. Par exemple, ce qui peut être judicieux pour un investisseur institutionnel peut ne pas être optimal pour un portefeuille familial.
- Le diable se cache vraiment dans les détails. Le crédit privé a beaucoup évolué au cours de la dernière décennie. Autrefois synonyme de prêt au marché intermédiaire, il englobe aujourd'hui un écosystème diversifié. Dans certains domaines, les gestionnaires de crédit publics et privés sont en concurrence directe pour prêter aux emprunteurs. Avant d'investir dans le crédit privé, **il est essentiel de choisir le bon gestionnaire, d'autant plus que nous sommes à l'aube d'une convergence..** Vous devez également réfléchir aux avantages potentiels de l'allocation - résumés ci-dessus en termes de diversification, de volatilité du portefeuille et de prime de liquidité. **Les avantages obtenus dans ces trois domaines sont-ils suffisants pour justifier la liquidité sacrifiée ? Ou bien pouvez-vous obtenir des résultats similaires avec des allocations sur le marché public ?**
- Enfin, à ce stade, je pense que les investisseurs devraient privilégier le crédit public par rapport au crédit privé. Il ne vous aura pas échappé que j'ai un cheval dans cette course. Mais je dis cela parce que je pense que la prime de liquidité a été considérablement érodée ces dernières années, car un flot de capitaux s'est déversé sur les marchés privés. Dans le même temps, les marchés du crédit public ont fait l'objet d'une innovation significative, par exemple avec la croissance des stratégies alternatives liquides. **Je pense également que nous sommes à un moment du cycle où nous nous attendons à une plus grande volatilité et nous pensons qu'il y aura des opportunités pour les investisseurs de profiter des dislocations du marché s'ils ont suffisamment de liquidités dans leurs portefeuilles. Je vous encourage à réfléchir attentivement à ce que vous faites de vos dollars marginaux.**

J'espère que ce mémo vous a été utile et je vous invite à me faire part de vos commentaires,
Richard

Renseignements importants

Les renseignements contenus dans le présent document sont fournis par RP Investment Advisors LP (« RPIA ») à titre informatif seulement. Ils ne constituent pas des conseils financiers, juridiques, comptables, fiscaux, en matière de placement ou autres, et il ne faut pas agir ou se fier à ces renseignements à ces fins sans avoir obtenu les conseils d'un professionnel compétent. Les renseignements proviennent de sources jugées fiables, mais leur exactitude ou leur exhaustivité n'est pas garantie, et RPIA n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les renseignements fournis peuvent être modifiés et RPIA n'assume aucune obligation de communiquer les révisions ou les mises à jour des renseignements présentés. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA. Les renseignements présentés ne constituent pas une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les produits et services de RPIA ne sont offerts que dans les territoires où ils peuvent être offerts légalement et aux investisseurs qui satisfont aux exigences réglementaires applicables. Les stratégies de placement gérées par RPIA dont il est question dans le présent document peuvent être offertes aux investisseurs canadiens admissibles par l'intermédiaire de fonds d'investissement privés ou publics. L'admissibilité et la pertinence d'un placement dans ces fonds doivent être déterminées par des représentants en valeurs mobilières inscrits de RPIA ou par des courtiers tiers. Les énoncés prospectifs sont fondés sur des hypothèses formulées par RPIA concernant son opinion et ses stratégies de placement dans certaines conditions de marché et sont assujettis à un certain nombre de facteurs atténuants. Les conditions économiques et du marché peuvent changer, ce qui peut avoir une incidence importante sur les événements futurs réels et, par conséquent, sur les opinions de RPIA, le succès des stratégies envisagées par RPIA ainsi que sa conduite réelle.