

# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

> Plus d'informations :  
Sur : [www.im.natixis.com/  
fr-institutional/le-hub](http://www.im.natixis.com/fr-institutional/le-hub)

## Investir dans la dette privée, différemment

### Points clé :

- De nombreuses institutions, fonds souverains et family offices ont investi dans les emprunts d'État voici 10 ou 15 ans, lorsque les rendements étaient intéressants. Ces obligations arrivent désormais à échéance et doivent être remplacées.
- Une solution consiste à investir dans des prêts à effet de levier. Historiquement, ils ont toujours présenté le meilleur profil risque/rendement du secteur de la dette.
- Investir dans des prêts octroyés à des entreprises moins cycliques et détenues par des sociétés de private equity apporte un certain niveau de sécurité.
- Une stratégie de prêts à effet de levier senior convient à tous les investisseurs avides de rendement et désireux de diversifier leur portefeuille.
- Contrairement à de nombreuses stratégies axées sur le private equity ou la dette d'entreprises en difficulté (« distressed »), les capitaux engagés peuvent être mobilisés rapidement, même si l'engagement est conséquent.

La soif de rendement est inextinguible. L'époque où la dette souveraine et les obligations émises par des grandes entreprises servaient des rendements importants est révolue depuis longtemps. Les investisseurs privilégient désormais d'autres segments de l'univers obligataire.

Toutefois, il est plus difficile que jamais de générer des rendements supérieurs à ceux d'une stratégie obligataire long-only tout en contenant les risques. L'éventail des options envisageables se rétrécit pour de nombreux investisseurs, qui craignent de plus en plus une récession économique et une hausse de l'inflation.

L'une des solutions consiste à investir dans la dette privée et, plus particulièrement, dans les prêts à effet de levier. S'il s'agit de prêts senior émis par des émetteurs non cycliques disposant de réseaux de distribution diversifiés, les risques de récession sont nettement atténués ; et ils le seront encore davantage si, en outre, les émetteurs sont détenues par des sociétés de private equity réputées et financièrement solides. Et étant donné que les prêts à effet de levier sont assortis de taux d'intérêt variables, les risques liés à la hausse de l'inflation peuvent également être compensés.

Aucune stratégie d'investissement n'est à l'abri d'une récession ni capable de résister totalement à l'inflation. Mais MV Credit estime qu'une stratégie qui intègre les éléments ci-dessus devrait permettre de générer des rendements supérieurs à partir de titres de dette relativement peu risqués.

### Pourquoi des prêts à effet de levier ?

Historiquement, ils ont toujours présenté le meilleur profil risque/rendement de



### Rafael Calvo

Managing Partner, Head  
of Senior Strategies &  
Co-Head Origination

MV Credit

l'univers obligataire. Ils surperforment la dette senior des grandes entreprises, la dette à haut rendement, les REITS et la dette d'infrastructure en termes de performance rapportée au niveau de volatilité. En d'autres termes, leur performance est plus constante et prévisible.

Le fait d'investir dans des prêts octroyés à des entreprises détenues par des sociétés de private equity offre un certain niveau de sécurité puisqu'en période difficile, le propriétaire a généralement les moyens financiers d'intervenir et de fournir du financement ou du savoir-faire pour résoudre les problèmes. Les sociétés de private equity sont également habituées à faire face à des situations compliquées et adoptent une approche mesurée tant à l'égard des entreprises présentes dans leur portefeuille que des créanciers.

MV Credit, un affilié de Natixis Investment Managers, investit sur l'ensemble de la structure du capital des entreprises présentes sur le segment des prêts à effet de levier. Le spread par rapport aux obligations Investment Grade se situe entre 300 et 500 points de base, soit une performance potentielle supérieure pour les prêts à effet de levier senior.

La protection contre l'inflation est toute aussi intéressante dans un contexte de retrait progressif des mesures d'assouplissement quantitatif (QE) et

# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



de hausse des taux d'intérêt. Les prêts à effet de levier sont assortis de taux variables, qui augmentent et diminuent en fonction de l'inflation et des taux d'intérêt.

En outre, le ratio prêt/valorisation moyen des prêts à effet de levier senior reste intéressant, ce qui permet de se prémunir contre une baisse des prix sur des marchés difficiles.

### Le double pare-feu : sélection de crédit et contrôle

La protection contre les risques à la baisse sous-tend la stratégie du début à la fin. "Les pertes sont un élément inévitable de l'investissement, tout comme les impôts pour chacun d'entre nous", déclare Rafael Calvo, Managing Partner chez MV Credit. "La clé est d'être capable de minimiser ces pertes, et c'est notre priorité".

Le concept de minimisation des pertes se traduit dans les faits par deux pare-feu: la sélection de titres de crédits et un contrôle intensif. Ce double pare-feu a permis aux clients de MV Credit de traverser à la fois la crise financière et la crise de l'euro bien plus facilement que des stratégies obligataires comparables. "Nous sommes des spécialistes du crédit, et nous sommes capables d'identifier les bonnes et les mauvaises émissions. Nous avons tous aussi de nombreux cheveux blancs", précise Rafael Calvo.

Toutefois, il est conscient des risques liés à une confiance excessive dans la sélection des titres de crédit, ce qui explique l'existence du deuxième pare-feu, le contrôle. Les systèmes d'alerte précoce visent à identifier les emprunteurs à risque six à neuf mois avant qu'ils ne soient confrontés à de graves problèmes, ce qui permet un désinvestissement organisé. La création d'un comité de désinvestissement dédié aux titres de crédit sous-performants permet des désengagements à des prix encore intéressants.

L'équipe de contrôle a pour mission de recueillir des informations, de mettre en évidence les opérations dont les performances sont inférieures aux

attentes et enfin de faire appel aux comités de désinvestissement. Il est essentiel que cette équipe soit indépendante.

Dans de nombreuses entreprises, les décisions d'investissement et de désinvestissement sont prises par les mêmes groupes qui n'ont recours à aucun jugement impartial. Le problème, c'est que l'enthousiasme requis pour plaider en faveur de l'incorporation d'un actif dans le portefeuille peut obstruer le jugement d'un analyste vis-à-vis des problèmes au fur et à mesure qu'ils surviennent.

Le processus de contrôle ne se limite pas à des mécanismes formels. Il concerne tous les membres de l'équipe de gestion de MV Credit, qui sont chargés de repérer les tendances émergentes, en particulier celles qui pourraient avoir un impact négatif. "Une fois que nous avons décidé d'investir dans une entreprise, nous devenons sainement paranoïaques", explique Rafael Calvo.

Les gérants examinent les informations relatives aux prix, l'actualité, les rapports trimestriels et tiennent des réunions hebdomadaires pour discuter des indicateurs de performance. "En cas de problème, nous n'hésitons pas à téléphoner au propriétaire de l'entreprise", ajoute Rafael Calvo.

### La priorité aux entreprises moins cycliques

L'approche consistant à privilégier la sécurité incite MV Credit à identifier des entreprises moins exposées aux cycles économiques et à de plus grandes entreprises qui ont diversifié leur clientèle.

La durée et l'amplitude des cycles économiques ne sont pas prévisibles, quoi qu'en disent les économistes. Pour générer des performances régulières à partir de stratégies obligataires, il est préférable de privilégier des entreprises moins cycliques. "Nous ne voulons pas être constamment en train de penser au positionnement à risque/sans risque", confie Rafael Calvo. Nous voulons dormir la nuit. Chaque fois que nous prenons une décision, nous nous demandons si l'entreprise peut résister à une récession

dès demain".

Les entreprises moins cycliques peuvent notamment être des entreprises du secteur de la santé qui vendent des produits non discrétionnaires ou des éditeurs de logiciels qui disposent de services d'abonnement efficaces, et qui sont relativement immunisés contre les cycles économiques.

Par ailleurs, investir dans des entreprises dont le résultat brut annuel est supérieur à 30 millions d'euros réduit le risque de défaut, car elles réalisent généralement des ventes dans le monde entier en s'adressant à tous les types de clientèle. Les grandes entreprises disposent aussi généralement d'équipes de direction plus expérimentées et d'un reporting plus rigoureux. Ainsi, bien que la plupart des prêts du portefeuille proviennent d'entreprises d'Europe de l'Ouest, leur présence géographique est généralement mondiale, ce qui offre au portefeuille d'excellents avantages en matière de diversification.

### Identifier de nouveaux investissements exige des compétences et une bonne réputation

Les prêts à effet de levier ne constituent pas une stratégie ponctuelle et ne peuvent être simplement ajoutés à la gamme de fonds d'une société de gestion. Un certain nombre de sociétés de gestion sont attirées par cette classe d'actifs en raison de son ratio rendement/risque positif. Mais ce rendement n'est disponible que pour les entreprises qui possèdent de l'expérience dans le secteur, qui comprennent la complexité des transactions et qui ont travaillé en équipe pendant des années pour rassembler et partager des informations pertinentes.

Fondée en 2000, MV Credit se consacre exclusivement au crédit européen, finançant plus de 5,3 milliards d'euros de prêts dans le cadre de plus de 500 transactions depuis son lancement. C'est maintenant l'une des équipes de gestion de crédit les plus anciennes du secteur. "Nous nous sommes serrés les coudes dans les bons comme les

# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



mauvais moments, et nous avons été témoins de nombreux cycles de crédit différents”, raconte Rafael Calvo. “Le fait de nous concentrer sur un seul segment nous apporte de la profondeur et de la perspective”.

Cette perspective est également utile dans le sourcing de transactions possibles. Bien qu’un marché secondaire existe, il faut rechercher les investissements soi-même pour identifier les plus intéressants. Cela exige de construire sa réputation sur le marché du crédit et de la maintenir grâce à des financements fréquents et à un comportement professionnel.

Outre l’expertise technique, le secret d’une origination réussie consiste à être prévisible et capable de comprendre les subtilités du secteur, à ne pas faire de promesses exagérées et à ne pas commettre d’erreurs. Et l’expérience est essentielle lorsqu’il faut prendre des décisions rapidement.

### À qui s’adresse cette stratégie ?

Une stratégie de prêts à effet de levier senior convient à tous les investisseurs avides de rendement et désireux de diversifier leur portefeuille.

De nombreux fonds de pension, compagnies d’assurance, fonds souverains et family offices ont investi fortement dans les emprunts d’État voici 10 ou 15 ans, lorsque les rendements étaient intéressants. Ces obligations sont arrivées ou sont sur le point d’arriver à échéance et doivent être remplacées. Les liquidités ne sont pas une option viable.

Les prêts à effet de levier génèrent des performances intéressantes par unité de risque en échange d’une prime d’illiquidité. Contrairement aux stratégies de private equity, la pentification de la courbe en J est très faible et les paiements d’intérêt débutent peu de temps après qu’un investissement ait été effectué. Et contrairement à de nombreuses stratégies axées sur le private equity ou la dette d’entreprises en difficulté, les capitaux engagés peuvent être mobilisés rapidement, même si l’engagement est conséquent.

Pour ce qui est de sa place au sein

du portefeuille, une stratégie axée sur les prêts à effet de levier se situe généralement dans le segment des investissements alternatifs ou dans la poche obligataire. La stratégie de MV Credit pourrait également s’inscrire dans le cadre d’une allocation ESG, étant donné qu’elle présente une forte composante ESG. L’investissement ESG fait partie de l’ADN de la société depuis 2000 et intègre le développement durable aux stratégies de MV Credit tout en répondant aux contraintes des investisseurs réclamant des mandats ESG.

### Perspectives actuelles de la stratégie

La stratégie génère une performance élevée lorsque l’économie est en difficulté et qu’un refinancement est nécessaire, et une performance remarquable lorsque l’économie est vigoureuse et que les activités de fusions-acquisitions sont dynamiques. Le secteur des fusions-acquisitions s’est révélé très actif au cours des deux ou trois dernières années, mais il est possible que cette tendance s’inverse et que le refinancement devienne le thème dominant.

En outre, depuis la crise financière, les promoteurs de private equity ont dû travailler plus durement pour identifier leurs investissements, s’assurant ainsi que les entreprises détenues en portefeuille soient capables d’être performantes aussi bien en période de hausse que de baisse des marchés. Plutôt que de se concentrer sur la structure de financement, les sociétés de private equity peaufinent leurs modèles économiques en construisant des plateformes commerciales et en tirant parti des idées et des ressources de tous leurs portefeuilles. L’ensemble du marché du private equity est donc plus sain.

### Conclusion

Il est naturel de se préoccuper des cycles économiques et des cycles du marché. Mais ce n’est pas nécessairement bon pour notre santé. Une stratégie de prêts à effet de levier axée sur des

entreprises diversifiées, qui ne sont pas très exposées aux aléas des marchés, peut aider les investisseurs en quête de rendement à dormir la nuit.

Un partenariat avec une société qui a géré des actifs durant les cycles de marché les plus chaotiques jamais observés et qui, non seulement a survécu, mais a prospéré, devrait rassurer les investisseurs quant à la viabilité de leurs portefeuilles obligataires.

Rédigé le 8 novembre 2018

# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



### MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg et en Belgique :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Suisse :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

### MV Credit Partners LLP

Un affilié de Natixis Investment Managers  
Numéro d'enregistrement : OC397214  
Autorisée et régulée par la Financial Conduct  
Authority (FCA)  
45 Old Bond Street, London, W1S 4QT  
[www.mvcredit.com](http://www.mvcredit.com)

### Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681  
Capital: €178 251 690  
43 avenue Pierre Mendès France  
75013 Paris  
[www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)