Gestion SLC
Une société du groupe GreenOak

CRESCENT
Une société du groupe GreenOak

Titres garantis par des prêts (TGP) de première qualité pour les assureurs : Possibilités d'investissement dans un contexte d'évolution de la réglementation

L'évolution des arguments en faveur de cette catégorie d'actifs exige une compréhension approfondie du marché.

NOVEMBRE 2026



Résumé

Le marché des titres garantis par des prêts de première qualité (TGP de première qualité) suscite déjà l'intérêt des assureurs mondiaux à la recherche de rendement, de diversification, de revenus à taux variable et d'une exposition efficiente sur le plan du capital à des titres de créance de sociétés garanti de premier rang. Or, cette catégorie d'actifs, dont la valeur avoisine 1 T$, se trouve aujourd'hui à un point d'inflexion qui pourrait renforcer son attrait pour les portefeuilles des assureurs (sources : S&P Global, Bank of America).

Par le passé, le traitement du capital de titrisation a freiné l'adoption généralisée des TGP, particulièrement à l'extérieur des États-Unis. Toutefois, dans plusieurs régions, les cadres réglementaires évoluent vers un traitement qui tient davantage compte du risque, ce qui pourrait accroître l'attrait relatif des tranches de TGP de premier rang.

Nous estimons que ces placements peuvent constituer une catégorie d'actifs intéressante pour les assureurs lorsqu'ils sont évalués après ajustement du capital. L'occasion ne consiste toutefois pas simplement à acheter des TGP pour réaliser des gains dans les écarts. Pour réussir véritablement, il faut sélectionner judicieusement les tranches, constituer soigneusement le portefeuille, exercer une vérification diligente des gestionnaires des actifs sous-jacents des TGP et disposer d'un soutien opérationnel adéquat. La constitution d'un portefeuille de TGP optimisé et adapté aux réalités du secteur de l'assurance exige une analyse véritablement approfondie. Les investisseurs qui tireront leur épingle du jeu ne seront pas ceux qui se contenteront d'investir dans cette catégorie d'actifs, mais ceux qui sauront y constituer le portefeuille approprié.

Dans ce document, nous aborderons les sujets suivants :

- Les principaux avantages des TGP de première qualité pour les assureurs;
- Les changements réglementaires qui influent sur les possibilités d'investissement dans ces actifs;
- L'incidence de ces changements sur les caractéristiques de risque et de rendement des TGP de première qualité;
- Les questions que les assureurs doivent prendre en compte pour la répartition, la constitution du portefeuille et la mise en œuvre stratégique;
- L'importance du choix des gestionnaires des actifs en garantie et de la collaboration avec le gestionnaire de placements approprié.



Pourquoi investir dans les TGP de première qualité?

Avant d'analyser le marché actuel des TGP de première qualité, il convient d'examiner le bilan récent de cette catégorie d'actifs, en particulier pour les investisseurs qui associent encore la titrisation à l'ère 2008. Avant la crise financière mondiale, les structures dites « TGP 1.0 » comportaient des mécanismes de rehaussement de crédit nettement moins importants que pour les opérations actuelles. Elles ont ensuite été mises à l'épreuve par le pire cycle moderne du crédit à effet de levier. Les défaillances sur les prêts et les titres spéculatifs ont atteint des taux à deux chiffres en 2009, les prix des prêts ont chuté à des niveaux propres aux actifs en difficulté et, selon leur valeur de marché, même les tranches de premier rang se sont retrouvées temporairement sous-garanties.

Pourtant, aucune tranche cotée AAA n'a été en défaut, aucun investisseur dans une tranche cotée AA n'a subi de perte en capital et seules 40 des 4 322 tranches de TGP 1.0 américains ont été en défaut, soit 0,9 %. De ces 40 tranches, 15 étaient initialement de première qualité (source : S&P Global Ratings). Après la crise, les structures dites « TGP 2.0 » ont introduit une subordination nettement plus importante à chaque niveau de notation, des critères plus rigoureux applicables aux actifs affectés en garantie, des périodes de réinvestissement plus courtes et des actifs affectés en garantie composés exclusivement de prêts, sans exposition aux produits financiers structurés. Ces structures, qui avaient résisté à la crise de 2008 malgré des protections moins importantes, sont aujourd'hui nettement plus prudentes. Cette évolution explique l'excellent bilan des TGP 2.0 de première qualité dont il sera question dans la suite du présent document.



Nous commencerons notre analyse du marché actuel en examinant comment les TGP de première qualité peuvent répondre à plusieurs besoins fondamentaux des portefeuilles des assureurs :

- **Écart de rendement supérieur** – les tranches de TGP peuvent offrir des écarts de rendement plus importants que les obligations de sociétés affichant une cote semblable.
- **Revenus à taux variable** – les coupons sont rajustés en fonction des taux à court terme, ce qui réduit la duration. Comme les coupons sont indexés sur le Secured Overnight Financing Rate (taux SOFR), les revenus augmentent avec les taux à court terme. Cette caractéristique peut offrir une couverture partielle contre l'inflation et contribuer à préserver le rendement réel lorsque l'inflation risquerait autrement d'éroder la valeur des portefeuilles à taux fixe.
- **Diversification** – les TGP procurent une exposition à des portefeuilles diversifiés de prêts garantis de premier rang.
- **Protection structurelle** – les tranches de premier rang bénéficient de la subordination, de mécanismes de surdimensionnement, de mécanismes de redirection des flux d'intérêts et d'exigences relatives à la qualité des actifs affectés en garantie.
- **Bilan historique favorable sur les plans des défaillances et des changements de notation** – aucune dépréciation de capital n'a été enregistrée parmi les TGP de première qualité, soit ceux cotés BBB ou mieux, émis depuis 2012 (sources : S&P Global Ratings, Nomura, 2026). Les changements de notation ont également été plus favorables que ceux des titres de créance de sociétés comparables.

Cote	Taux de défaillance des TGP 2.0	Taux de défaillance cumulatif des instruments de sociétés	Taux de relèvement de la cote des TGP 2.0	Taux d'abaissement de la cote des TGP 2.0	Taux de relèvement de la cote des titres de créance de sociétés	Taux d'abaissement de la cote des titres de créance de sociétés
AAA	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,58 %	0,00 %	9,72 %
AA	0,00 %	0,07 %	8,53 %	0,90 %	0,49 %	8,10 %
A	0,00 %	0,17 %	6,25 %	3,67 %	1,70 %	5,70 %
BBB	0,00 %	0,56 %	4,56 %	11,55 %	3,53 %	4,32 %

Sources : S&P Global Ratings, Nomura, 2026. Part des tranches de TGP adossés à des prêts syndiqués à grande échelle américains cotées par S&P qui étaient en défaut en décembre 2025; la seule tranche AA ayant été en défaut a vu sa cote abaissée à D après que le fiduciaire eut déposé les paiements d'intérêts du titre dans un compte d'entiercement, sans qu'il en résulte finalement une perte économique. Taux ajustés pour tenir compte des titres non cotés, conformément à la méthodologie de S&P.

- **Liquidité** – les tranches de TGP de premier rang, particulièrement celles cotées AAA et AA, se négocient généralement sur un marché secondaire vaste et dynamique.
- **Revenu lié aux programmes de la FHLB** – les TGP peuvent être utilisés pour générer un revenu tiré des écarts de rendement au titre des programmes de prêts de la Federal Home Loan Bank (FHLB), grâce au faible coût de financement, ce qui peut améliorer les flux de trésorerie d'exploitation, soutenir la rentabilité et favoriser le développement de nouvelles activités.
- **Déploiement efficient des capitaux** – les intérêts sur les TGP courent dès leur règlement, ce qui contribue à réduire la perte de rendement associée aux liquidités en portefeuille, comparativement aux stratégies de crédit privé fondées sur des appels de capitaux progressifs.

Pour les assureurs, ces caractéristiques font des TGP de première qualité un complément potentiel aux obligations de sociétés, au crédit privé, aux titres adossés à des actifs et aux autres placements en crédit structuré. Par exemple, le tableau de corrélation ci-contre montre comment les TGP de première qualité peuvent contribuer à diversifier les portefeuilles d'assureurs fortement exposés aux titres à revenu fixe, en raison de leur faible corrélation avec les obligations de sociétés américaines.

Corrélations des TGP de première qualité avec d'autres placements à revenu fixe

	TGP AAA	TGP AA	TGP A	TGP BBB	TGP BB	TGP de première qualité	Prêts de premier rang	Oblig. à rend. élevé	Oblig. de sociétés américaines	Marché obligataire global	Obligations du Trésor
TGP AAA	1,00	0,95	0,93	0,89	0,83	0,99	0,90	0,69	0,51	0,20	-0,07
TGP AA		1,00	0,96	0,94	0,86	0,98	0,90	0,67	0,48	0,16	-0,10
TGP A			1,00	0,97	0,90	0,97	0,89	0,67	0,46	0,14	-0,12
TGP BBB				1,00	0,94	0,95	0,88	0,68	0,46	0,14	-0,12
TGP BB					1,00	0,88	0,83	0,65	0,43	0,13	-0,12
TGP de première qualité						1,00	0,92	0,70	0,50	0,18	-0,09
Prêts de premier rang							1,00	0,79	0,48	0,14	-0,15
Oblig. à rend. élevé								1,00	0,73	0,48	0,20
Oblig. de sociétés américaines									1,00	0,90	0,72
Marché obligataire global										1,00	0,93
Obligations du Trésor											1,00

Corrélation élevée — Corrélation faible

1	0,85 à 0,99	0,70 à 0,85	0,60 à 0,70	0,45 à 0,60	0,30 à 0,45	0,10 à 0,30	< 0,10

Source : eVestment, du 1er janvier 2012 au 6 mai 2026. Les catégories d'actifs suivantes sont représentées par les indices indiqués – TGP AAA : indice JPM CLOIE AAA; TGP AA : indice JPM CLOIE AA; TGP A : indice JPM CLOIE A; TGP BBB : indice JPM CLOIE BBB; TGP BB : indice JPM CLOIE BB; TGP de première qualité : indice JPM CLOIE IG; prêts de premier rang : indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan; obligations à rendement élevé : indice ICE BofAML US High Yield; obligations de sociétés américaines : indice ICE BofAML US Corporate; marché obligataire global : indice Bloomberg US Aggregate; obligations du Trésor : indice ICE BofAML Treasury Master. Les rendements antérieurs ne garantissent pas les rendements futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

Les TGP deviennent plus attrayants à mesure que la réglementation évolue

L'évolution du traitement réglementaire du capital constitue l'un des principaux moteurs de la demande future des assureurs. Historiquement, les TGP et les autres instruments titrisés ont souvent été pénalisés par rapport à des obligations de sociétés affichant une cote semblable. Mais la situation commence à changer.

États-Unis : NAIC

La National Association of Insurance Commissioners (NAIC) examine actuellement le traitement du capital réglementaire lié aux TGP pour les assureurs-vie américains. L'orientation envisagée consiste à adopter un traitement plus granulaire fondé sur le risque propre à chaque tranche plutôt qu'à continuer de s'appuyer largement sur des facteurs applicables aux obligations de sociétés. Dans un cadre davantage axé sur le risque, les tranches de premier rang de TGP de première qualité peuvent présenter un profil plus avantageux, tandis que les tranches à haut rendement et les tranches fortement subordonnées pourraient être assujetties à des exigences de capital plus élevées.

L'une des caractéristiques importantes du nouveau cadre est la prise en compte de la taille relative de chaque tranche, soit la part qu'elle représente dans l'ensemble de la structure de capital du TGP. Les tranches qui représentent une plus faible part de la structure de capital comportent un risque extrême plus élevé. Dans le cas des TGP adossés à des prêts syndiqués à grande échelle, les tranches cotées Baa3/BBB- ou moins qui représentent 4 % ou moins de la structure de capital seraient soumises à des coefficients de capital fondés sur le risque plus élevés en raison de l'application d'une majoration de 11,77 % applicable aux petites tranches, conformément au barème élaboré par l'American Academy of Actuaries, qui a récemment été adopté. Ces nouveaux coefficients de capital applicables aux TGP devraient entrer en vigueur pour les calculs au 31 décembre 2026, sous réserve de l'approbation finale des instances supérieures de la NAIC.



Coefficients de capital fondés sur le risque applicables aux TGP (avant impôt)

Cote	Ancien coefficient	Nouveau coefficient adopté	
		Taille relative > 4 %	Taille relative ≤ 4 %
Aaa	0,16 %	0,04 %	--
Aa1	0,27 %	0,05 %	--
Aa2	0,42 %	0,05 %	--
Aa3	0,52 %	0,05 %	--
A1	0,66 %	0,17 %	--
A2	0,82 %	0,17 %	--
A3	1,02 %	0,97 %	--
Baa1	1,26 %	2,18 %	--
Baa2	1,52 %	3,24 %	--
Baa3	2,17 %	3,28 %	15,05 %

Source : American Academy of Actuaries, 2026. L'American Academy of Actuaries applique un taux d'imposition de 21 % et retient l'hypothèse selon laquelle 80 % de l'économie d'impôt est récupérable.

À l'exception des coefficients plus élevés applicables aux tranches de faible taille , ces nouveaux coefficients s'appliqueraient non seulement aux TGP adossés à des prêts syndiqués à grande échelle, mais également aux TGP du marché intermédiaire, aux titres garantis par des créances et aux titres garantis par des obligations. La majoration de 11,77 % applicable aux tranches de faible taille s'appliquerait toutefois uniquement aux TGP adossés à des prêts syndiqués à grande échelle, et non aux TGP du marché intermédiaire, aux titres garantis par des créances et aux titres garantis par des obligations. Le coefficient de capital fondé sur le risque de 45 % applicable aux participations résiduelles dans les TGP, aux titres garantis par des créances et aux titres garantis par des obligations a également été adopté par la NAIC.

L'American Academy of Actuaries a introduit un coefficient d'ajustement du portefeuille afin de tenir compte de la diversification entre les différentes opérations de TGP et entre les émetteurs des prêts sous-jacents. La NAIC a fixé à 1 le coefficient d'ajustement du portefeuille applicable aux TGP et a donné suite à une demande de l'American Council of Life Insurers visant à inclure le nombre d'émetteurs distincts de TGP dans le calcul du coefficient d'ajustement du portefeuille hors TGP. Il s'agit d'une solution provisoire et la méthode de calcul du coefficient d'ajustement du portefeuille sera réexaminée à compter de 2027.

Les conséquences sont les suivantes : les assureurs américains pourraient accorder une importance croissante aux tranches de première qualité de premier rang ou de notation intermédiaire qui sont avantageuses du point de vue du capital, tandis qu'une analyse plus approfondie sera nécessaire pour les expositions aux instruments cotés BBB et à haut rendement. La réduction des exigences de capital applicables aux tranches cotées AAA à A devrait soutenir la participation continue des assureurs-vie, qui demeurent parmi les principaux acheteurs de TGP. Une certaine créativité pourrait émerger dans la structuration des TGP adossés à des prêts syndiqués à grande échelle autour de tranches A- (faible taille) et de TGP du marché intermédiaire non soumis à la majoration applicable à ces tranches, afin d'améliorer l'efficience sur le plan du capital.

Europe : Solvabilité II

Les réformes apportées à la directive Solvabilité II de l'Union européenne devraient améliorer le traitement des titrisations de premier rang non conformes aux critères STS (simples, transparentes et standardisées), y compris les TGP de premier rang. Après la prise en compte des exigences de capital de solvabilité, ces réformes pourraient considérablement accroître l'attrait relatif des tranches AAA de TGP pour les assureurs européens.

La conséquence est la suivante : la demande des assureurs européens pour les tranches de TGP américains de haute qualité pourrait augmenter, en particulier lorsque les écarts de rendement demeurent attrayants par rapport à ceux d'obligations de sociétés affichant une cote semblable après la prise en compte des exigences de capital.

Singapour : MAS

La Monitory Authority of Singapore (MAS) s'oriente vers un traitement davantage fondé sur les notations de crédit pour les titrisations de créances, tout en maintenant des exigences supplémentaires applicables aux investissements en titrisation. La MAS a réduit les exigences de capital au titre du cadre Risk-Based Capital 2 (RBC 2) applicables aux titrisations de premier rang, éliminant ainsi les pénalités excessives associées aux créances titrisées de grande qualité et offrant une transparence accrue, ce qui a eu une incidence particulièrement importante sur les tranches cotées AAA et AA. Depuis le 31 mars 2026, la MAS s'appuie explicitement sur la cote de crédit attribuée à chaque tranche d'actifs titrisés par des organismes externes reconnus d'évaluation du crédit.

Compte tenu des exigences du cadre RBC de la MAS, les assureurs singapouriens peuvent envisager les tranches de premier rang de TGP comme une solution de rechange intéressante aux titres de créance de sociétés, puisqu'elles offrent un rendement comparable, voire supérieur, tout en favorisant la diversification du bilan et l'amélioration de la rentabilité. Cela pourrait rendre le traitement du capital lié aux TGP plus transparent et plus utile pour les assureurs singapouriens. Toutefois, le cadre RBC 2 de la MAS demeure plus pénalisant pour les TGP que pour les titres de créance de sociétés.

La conséquence est la suivante : la demande de TGP de première qualité pourrait augmenter, puisque l'écart de rendement supplémentaire offert par cette catégorie d'actifs peut compenser les exigences supplémentaires qui subsistent.

Autres régions

Les Bermudes, le Royaume-Uni, le Japon, Hong Kong, la Corée du Sud, le Canada et Taïwan pourraient également devenir d'importantes sources de demande, selon les règles locales sur le capital, le traitement des agences de notation, le coût de la couverture de change et les besoins des assureurs en gestion du bilan.



Résumé des réformes réglementaires

Région	Traitement antérieur	Orientation des changements	Incidence probable sur la demande
États-Unis/NAIC	Traitement général calqué sur celui des obligations de sociétés	Modélisation du capital davantage adaptée aux TGP	Accent accru sur les TGP de première qualité de premier rang présentant un profil favorable au regard du capital
Europe/Solvabilité II	Exigences de capital pénalisantes pour les titrisations	Réduction des exigences applicables aux titrisations de premier rang	Hausse potentielle de la demande pour les tranches AAA et AA
Singapour/MAS	Traitement strict des produits structurés	Traitement fondé sur les notations, assorti d'exigences supplémentaires	Processus plus transparent pour investir dans les TGP de première qualité
Bermudes (BSCR), Asie (Japon : ESR; Hong Kong : RBC; Corée du Sud : K-ICS; Taïwan : TW-ICS), Royaume-Uni (Solvabilité II du Royaume-Uni), Canada (TSAV/TCM)	La directive Solvabilité II du Royaume-Uni comprend les cadres de rajustement de l'appariement (« matching adjustment ») et des flux hautement prévisibles (« highly predictable »); la situation est plus variable dans les autres régions.	Perspective favorable pour les TGP structurés sur mesure destinés aux assureurs-vie et aux fournisseurs de rentes du Royaume-Uni; évolution propre à chaque entité dans les autres régions	Hausse de la demande pour les TGP admissibles au cadre « matching adjustment » du Royaume-Uni ou structurés selon l'approche « highly predictable »; croissance sélective dans les autres régions

Source : NAIC, Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), MAS et cadres réglementaires régionaux applicables, 2026.

Valeur relative compte tenu des exigences de capital

Les assureurs utilisent souvent les TGP afin d'accroître le rendement de leur portefeuille par rapport aux titres de créance de sociétés et de couvrir la duration, puisque leur taux variable est rajusté chaque trimestre en fonction du taux SOFR. Les TGP peuvent offrir un écart de rendement intéressant après la prise en compte des exigences de capital des organismes de réglementation et des agences de notation, de la liquidité, du traitement comptable et de la complexité opérationnelle.

Les changements réglementaires décrits précédemment devraient avoir une incidence importante sur le profil risque-rendement des TGP. Dans notre analyse, nous commençons par comparer les nouvelles exigences de capital découlant des réformes réglementaires américaines, européennes et singapouriennes, qui favorisent les tranches de premier rang de TGP en raison de leur solide qualité de crédit, de leur faible historique de défaillance et de pertes ainsi que de leurs mécanismes de protection structurelle.

Exigences de capital applicables aux TGP de première qualité et variation de l'écart de rendement ajusté en fonction du capital (Δ) à la suite des réformes réglementaires

Cote	NAIC (assureurs-vie – capital fondé sur le risque)			Solvabilité II de l'UE (AEAPP, titrisations non STS de premier rang)			RBC 2 de la MAS		
	Coefficients de capital fondé sur le risque actuels	Coefficients de capital fondé sur le risque révisés/ proposés	Variation de l'écart de rendement ajusté en fonction des exigences de capital (Δ)	Exigence de capital antérieure	Exigence de capital révisée	Variation de l'écart de rendement ajusté en fonction des exigences de capital de solvabilité (Δ)	Exigence de capital antérieure	Exigence de capital révisée	Variation de l'écart de rendement ajusté en fonction des exigences du cadre RBC 2 (Δ)
AAA	0,16 %	0,04 %	0,06 %	67,9 %	14,7 %	3,79 %	18,7 %	7,7 %	1,98 %
AA	0,42 %	0,05 %	0,18 %	90,4 %	22,3 %	4,85 %	50,0 %	11,6 %	6,91 %
A	0,82 %	0,17 %	0,31 %	100,0 %	31,2 %	4,90 %	50,0 %	15,4 %	6,22 %
BBB (de premier rang)	1,52 %	3,24 %	-0,83 %	100,0 %	53,8 %	3,29 %	50,0 %	24,8 %	4,54 %

Sources : NAIC, AEAPP, MAS, 2026. Hypothèses retenues – coût du capital selon Solvabilité II : 4,75 %; coût économique du capital : 12 %; ratio du capital basé sur le risque : 400 %; ratio du capital de solvabilité requis de l'UE : 150 %; ratio d'adéquation du capital de la MAS : 150 %. Le cadre RBC 2 de la MAS suppose des TGP nouvellement émis. Les exigences devraient diminuer à mesure que les TGP vieillissent et que la sensibilité aux écarts de rendement diminue. Variation ajustée en fonction des exigences de capital = (exigence de capital actuelle ou antérieure – exigence de capital révisée) × coût du capital × ratio de solvabilité. L'analyse repose sur les hypothèses suivantes quant à la duration des écarts de rendement des nouvelles émissions de TGP : AAA (5,43 ans), AA (6,75 ans), A (7,10 ans) et BBB (7,18 ans), ainsi qu'une duration équivalente pour les titres de créance de sociétés.

Nous appliquons ensuite ces données à un cadre simplifié afin d'évaluer la valeur relative des TGP par rapport à des titres de créance de sociétés de duration équivalente.

TGP et titres de créance de sociétés après les réformes réglementaires

Cote	Hypothèses de marché			Valeur relative des TGP ajustée en fonction des exigences de capital (points de base [pb])		
	Rendement des obligations de sociétés américaines à 5 ans	Rendement des TGP adossés à des prêts syndiqués à grande échelle américains	Valeur relative nette	NAIC – capital fondé sur le risque (assureurs-vie)	Solvabilité II de l'UE (non STS de premier rang)	RBC 2 de la MAS
AAA	4,4 %	5,0 %	0,69 %	75	16	24
AA	4,7 %	5,3 %	0,51 %	69	-40	-50
A	5,0 %	5,5 %	0,47 %	78	-90	-82
BBB (de premier rang)	5,3 %	6,4 %	1,09 %	26	-109	-116

Sources : NAIC, AEAPP, MAS, 2026. Rendement ajusté en fonction des exigences de capital = rendement du marché – exigence de capital × ratio de solvabilité × coût du capital. Cours en date du 14 août 2026.

Les tranches de TGP de premier rang peuvent offrir des écarts de rendement ajustés en fonction des exigences de capital attrayants par rapport à des titres de créance de sociétés affichant une cote semblable. Les tranches de première qualité moins bien cotées exigent une sélection plus rigoureuse et une surveillance plus étroite du portefeuille. Les réformes des exigences de capital mises en œuvre par la NAIC aux États-Unis, la directive Solvabilité II de l'Union européenne et le cadre RBC 2 de la MAS ont encore renforcé l'attrait des TGP de première qualité après la prise en compte des exigences de capital. Nos principales observations :

1. Les compagnies d'assurance-vie américaines devraient, de façon générale, tirer avantage d'une exposition à des TGP cotés AAA à A après la prise en compte des exigences de capital fondé sur le risque. La valeur relative peut être accrue davantage grâce aux TGP du marché intermédiaire, qui procurent un écart de rendement supérieur de 25 à 50 points de base à celui des TGP adossés à des prêts syndiqués à grande échelle, puisque les coefficients de capital fondés sur le risque révisés de la NAIC s'appliquent aux deux catégories.
2. Les réformes de la directive Solvabilité II dans l'Union européenne rendent les TGP cotés AAA attrayants par rapport à des titres de créance de sociétés de notation comparable et à courte duration. Les exigences de capital demeurent pénalisantes pour les tranches autres que AAA, au point de rendre leur valeur relative négative.
3. Bien que le cadre RBC 2 de la MAS réduise les exigences de capital applicables aux TGP, celles-ci demeurent pénalisantes pour les cotes autres que AAA. Néanmoins, après la prise en compte des exigences du cadre RBC 2 de la MAS, les TGP cotés AAA pourraient demeurer attrayants pour les assureurs singapouriens.



Constitution du portefeuille : trouver la bonne combinaison de TGP

Il est peu probable que la répartition optimale en TGP pour un assureur se limite à une seule notation. À notre avis, elle doit plutôt prendre la forme d'un portefeuille diversifié conçu en fonction du cadre prudentiel applicable, des cibles de rendement, des besoins de liquidité, du traitement comptable et des contraintes imposées par les agences de notation.

Parmi les profils de répartition les plus courants, on retrouve :

Portefeuilles prudents axés sur les tranches de premier rang

- Principalement composés de titres cotés AAA et AA.
- Accent mis sur l'efficience du capital, la liquidité et la protection contre le risque de baisse.
- Conviennent aux assureurs prudents ou aux régimes réglementaires particulièrement sensibles aux exigences de capital.

Portefeuilles de TGP de première qualité à revenu élevé

- Combinaison de titres AAA, AA, A et de certains titres BBB.
- Potentiel de revenu élevé.
- Exigent une surveillance plus active et une sélection rigoureuse des gestionnaires des actifs sous-jacents.

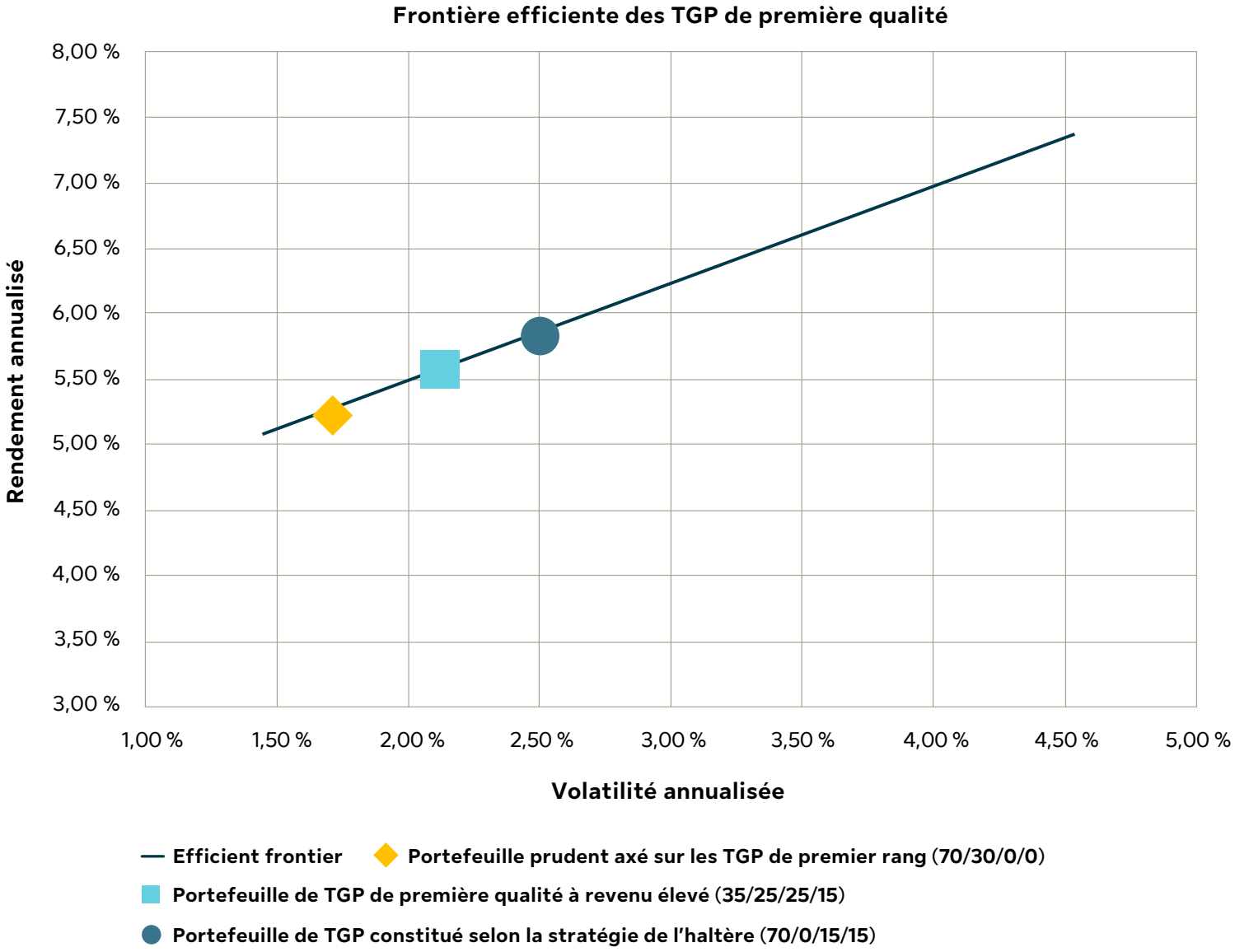
Portefeuilles constitués selon la stratégie de l'haltère

- Titres AAA utilisés comme composante de liquidité du portefeuille.
- Exposition sélective aux titres A et BBB afin d'accroître l'écart de rendement.
- Visent à concilier une qualité moyenne élevée et un portage accru.

Substitution aux titres de créance de sociétés

Pour les investisseurs soumis à la directive Solvabilité II de l'Union européenne ou au cadre RBC 2 de la MAS, le remplacement de titres de créance de sociétés cotés AAA par des TGP cotés AAA peut procurer un gain d'écart de rendement après la prise en compte des exigences de capital.

Afin d'illustrer cet avantage potentiel, nous avons élaboré un graphique de frontière efficiente comparant le rendement historique sur cinq ans des trois profils de répartition décrits précédemment en fonction de leur volatilité annualisée.



Hypothèses de constitution du portefeuille – portefeuille prudent axé sur les TGP de premier rang : 70 % AAA/30 % AA; portefeuille de TGP de première qualité à revenu élevé : 35 % AAA/25 % AA/25 % A/15 % BBB; portefeuille de TGP constitué selon la stratégie de l'haltère : 70 % AAA/15 % A/15 % BBB.

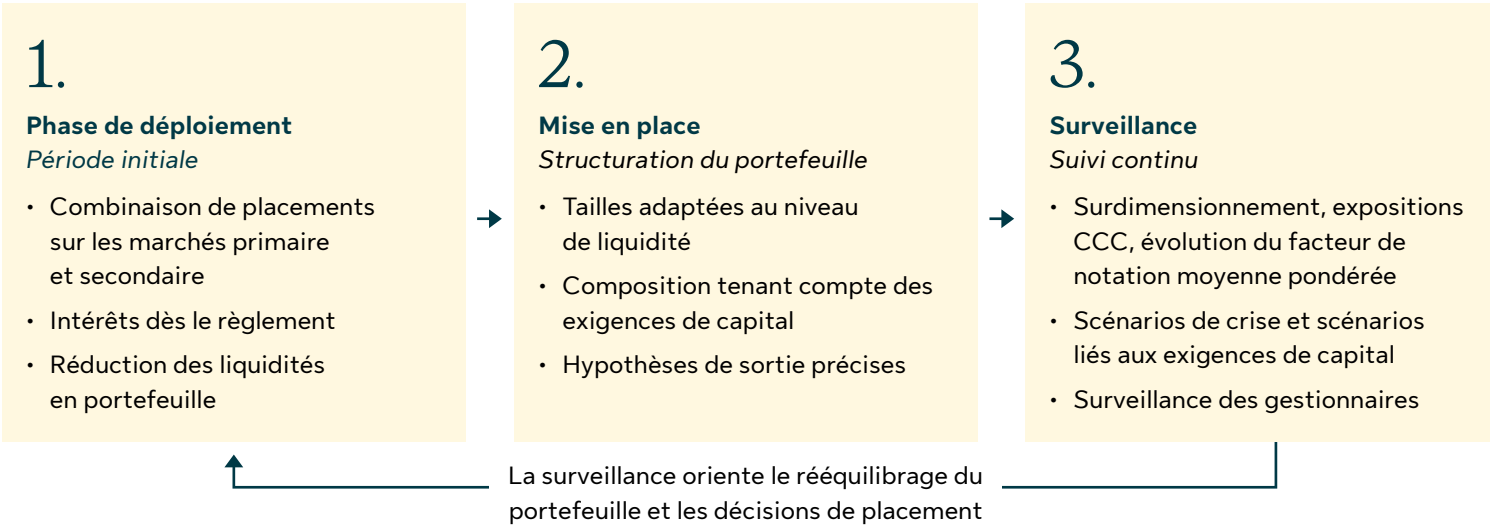
Source : J.P. Morgan, du 1er janvier 2021 au 31 juillet 2026. Les rendements historiques des TGP sont fondés sur les indices CLOIE de J.P. Morgan. Les rendements annualisés et la volatilité sont calculés à partir de cinq années de données mensuelles sur les rendements. Les rendements antérieurs ne garantissent pas les rendements futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les hypothèses de constitution de portefeuille sont présentées à titre indicatif seulement. Elles ne représentent ni des portefeuilles réels ni des répartitions recommandées, et rien ne garantit qu'une répartition quelconque produira des rendements, une volatilité ou une efficience du capital comparables.

Mise en œuvre : déploiement, liquidité et gestion continue

Les portefeuilles de TGP de première qualité peuvent être mis en place efficacement, mais la qualité de l'exécution demeure essentielle. Même une répartition bien conçue peut voir ses avantages compromis par une mauvaise mise en œuvre, et il ne faut pas privilégier la rapidité d'exécution au détriment de la rigueur, car cela pourrait compromettre la valeur relative, la structure de liquidité et l'efficience du capital.

Les principaux éléments à prendre en compte sont les suivants :

- **Efficience du déploiement** – les achats sur le marché secondaire permettent une mise en place rapide à grande échelle, donc un portefeuille largement investi en quelques semaines, ce qui contribue à réduire la perte de rendement associée aux liquidités en portefeuille pendant la période de déploiement.
- **Accumulation des intérêts** – les TGP commencent à produire des intérêts dès leur règlement, ce qui permet de générer rapidement des revenus.
- **Combinaison de placements sur les marchés primaire et secondaire** – les nouvelles émissions offrent une documentation claire, des protections structurelles à jour et un meilleur contrôle de la répartition. Les achats sur le marché secondaire permettent quant à eux une rapidité d'exécution, une meilleure visibilité du comportement historique des titres et des occasions de valeur relative. Un déploiement efficace repose généralement sur une combinaison de ces deux approches, adaptée aux conditions du marché.
- **Niveaux de liquidité** – les tranches AAA et AA se sont historiquement négociées en volumes importants avec des écarts acheteur-vendeur relativement serrés, même pendant des périodes de tension comme celles de 2020 et de 2022. Les positions cotées A ou BBB justifient généralement des expositions plus modestes, des seuils de rendement plus élevés et des hypothèses de sortie précises.
- **Simulation de crise** – les portefeuilles devraient être évalués au moyen de scénarios portant sur les défauts de paiement des prêts, les changements de notation, l'élargissement des écarts de rendement des TGP, les décotes liées à la liquidité et les changements envisagés aux règles de capital, de façon à intégrer les réformes réglementaires au processus de modélisation plutôt que de les subir comme une surprise. La modélisation des flux de trésorerie (p. ex., avec Intex) et l'harmonisation avec les nouveaux scénarios de crise de la NAIC doivent constituer des pratiques courantes.
- **Surveillance continue** – les TGP sont des ensembles gérés activement et la qualité des actifs en garantie peut évoluer. La surveillance des marges de surdimensionnement, des expositions aux cotes CCC, de l'évolution du facteur de notation moyenne pondérée, du comportement de négociation du gestionnaire des actifs en garantie et de l'évolution vers l'atteinte de la valeur nominale du portefeuille devrait être continue plutôt que périodique afin de permettre la détection rapide de toute détérioration.



Pourquoi il est important de choisir le bon gestionnaire de placements

Pour les assureurs, les placements dans les TGP sont exigeants tant sur le plan opérationnel que sur le plan analytique. Un gestionnaire de placements tiers expérimenté ne se contente pas de trouver des titres. Il aide à transformer une catégorie d'actifs complexe en un portefeuille dans lequel il est possible d'investir et qui satisfait aux exigences de déclaration et aux exigences réglementaires.

Deux gestionnaires distincts jouent un rôle important dans les placements en TGP : le gestionnaire des actifs sous-jacents du TGP et le gestionnaire de placements. Ce dernier agit comme gestionnaire d'actifs tiers pour l'assureur. Il est responsable de la constitution et de la surveillance du portefeuille de tranches de TGP, notamment en déterminant dans quelles opérations des différents gestionnaires des actifs sous-jacents investir, et fournit le soutien institutionnel requis pour les placements.

Un gestionnaire de placements efficace devrait offrir le soutien suivant :

- Constitution du portefeuille;
- Sélection des tranches de TGP;
- Vérification diligente des gestionnaires des actifs sous-jacents;
- Analyse des exigences de capital avant et après l'opération;
- Soutien à l'évaluation;
- Rapports détaillés sur les actifs sous-jacents;
- Communication de l'information aux organismes de réglementation et aux agences de notation;
- Simulations de crise;
- Gestion de la liquidité;
- Communication de l'information adaptée aux besoins du conseil d'administration et de l'audit.

Cet accompagnement revêt une importance particulière pour les assureurs qui doivent satisfaire aux exigences de la NAIC, de la directive Solvabilité II ou de la MAS, ainsi qu'aux exigences des agences de notation et aux exigences comptables ou de gouvernance interne.

À notre avis, le gestionnaire et partenaire idéal possède une expérience approfondie de l'ensemble de l'écosystème des TGP : investissement dans des tranches de TGP, émission de TGP, analyse des prêts sous-jacents, gestion de portefeuilles de crédit structuré et environnement de gestion des risques adapté au secteur de l'assurance.

Le choix du gestionnaire des actifs sous-jacents comme source d'alpha

Le choix du gestionnaire des actifs sous-jacents peut avoir une incidence importante sur les résultats, même lorsque les tranches de TGP présentent une notation comparable. Les



investisseurs ne devraient pas se fier uniquement à la notation de la tranche et à l'écart de rendement.

Un processus rigoureux de diligence raisonnable devrait combiner les éléments suivants :

Analyse quantitative

- Historique des défaillances;
- Gestion des expositions CCC;
- Évolution du facteur de notation moyenne pondérée;
- Marges de surdimensionnement;
- Augmentation ou érosion de la valeur nominale du portefeuille;
- Gains et pertes liés à la négociation;
- Changements de notation;
- Comportement en fait de remboursement anticipé des opérations.

Analyse qualitative

- Processus de placement;
- Profondeur de l'analyse du crédit;
- Stabilité de l'équipe;
- Culture de gestion du risque;
- Capacité de restructuration;
- Rigueur de la documentation;
- Comportement en fait d'émissions;
- Concordance des intérêts avec ceux des investisseurs en titres de créance.

À notre avis, les données quantitatives permettent de cerner des tendances, mais seul le jugement qualitatif permet de déterminer si ces tendances sont susceptibles de se reproduire. Un processus rigoureux de sélection des gestionnaires peut aider les assureurs à éviter les structures fragiles, à repérer les gestionnaires des actifs sous-jacents les plus solides et à améliorer les résultats ajustés en fonction des exigences de capital.

À titre illustratif, les tableaux ci-contre présentent, sous forme anonymisée, certains des gestionnaires des actifs sous-jacents et certaines des opérations de TGP les mieux classés selon Intex sur le marché actuel. Nous avons ensuite comparé leur classement par quartile à l'aide d'indicateurs largement utilisés dans le secteur. Ces tableaux montrent que des écarts importants peuvent exister selon certains indicateurs, même parmi les gestionnaires et les opérations les mieux classés.

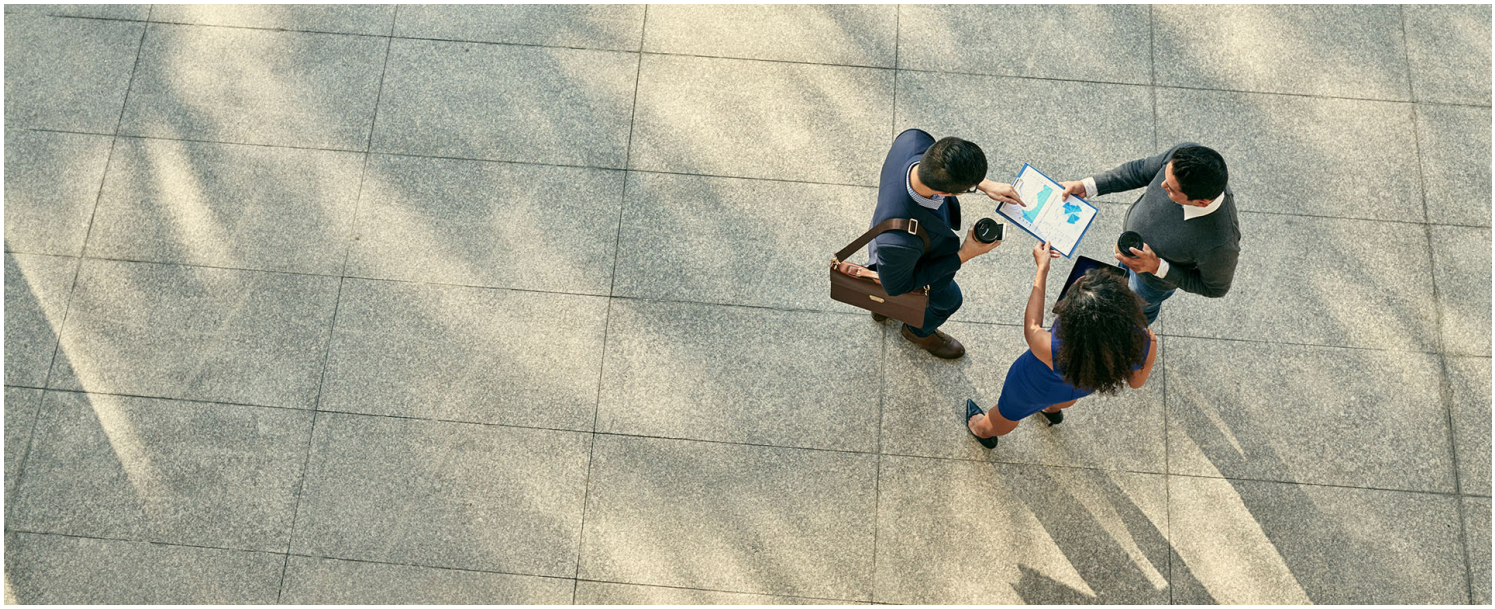
Comparaison des classements par quartile des principaux gestionnaires des actifs sous-jacents de TGP selon Intex et leurs indicateurs de portefeuille

	Rang	FNMP	Marge min. surd.	PMPP	Div.	CCC (%)	RSVM – BB	< 80 %
Gestionnaire 1	1	1	1	1	4	1	1	1
Gestionnaire 2	1	1	1	2	3	2	1	2
Gestionnaire 3	1	1	2	1	1	2	1	1
Gestionnaire 4	1	1	2	2	1	1	2	2
Gestionnaire 5	1	2	1	2	4	1	2	3

Comparison of quartile rankings of top Intex-ranked CLO deals and their deal metrics

	Rang	FNMP	Marge min. surd.	PMPP	Div.	CCC (%)	RSVM – BB	< 80 %
Opération 1	1	1	1	1	4	1	1	1
Opération 2	1	1	1	3	4	2	2	3
Opération 3	1	2	2	1	4	2	1	1
Opération 4	1	3	1	2	2	3	1	1
Opération 5	1	1	2	2	3	1	2	3

Classements par quartile fondés sur les données d'Intex au 30 août 2026. Les indicateurs utilisés sont les suivants – FNMP : facteur de notation moyenne pondérée; Marge min. surd. : marge minimale de surdimensionnement; PMPP : prix moyen pondéré des prêts; Div. : indice de diversification; CCC (%) : pourcentage d'actifs cotés CCC dans le portefeuille d'actifs sous-jacents; RSVM – BB : ratio de surdimensionnement fondé sur la valeur de marché applicable à la tranche BB du TGP; < 80 % : pourcentage du portefeuille d'actifs sous-jacents dont le prix est inférieur à 80 % de la valeur nominale. Ces classements sont présentés à titre indicatif seulement. Ils ne constituent ni une recommandation de placement ni une évaluation exhaustive d'un gestionnaire des actifs sous-jacents ou d'une opération de TGP, et ils sont susceptibles d'être modifiés.



Éléments à prendre en compte pour l'évaluation d'un gestionnaire des actifs sous-jacents de TGP

À notre avis, une approche rigoureuse consiste à combiner une analyse quantitative des portefeuilles gérés avec une évaluation qualitative du gestionnaire et de sa plateforme de placements. En plus d'une analyse approfondie des actifs sous-jacents, cette approche doit permettre d'évaluer les gestionnaires selon trois grands axes : le profil de crédit, le rendement structurel et le risque implicite du marché. À bien des égards, ces considérations sont les mêmes que celles qui guident les investisseurs avisés dans la gestion de leurs propres portefeuilles : comprendre les risques assumés, la façon dont ils sont structurés et gérés, ainsi que la manière dont le marché les évalue.

- **Profil de crédit** – la composition du crédit a une incidence importante tant sur le rendement attendu que sur l'éventail des résultats possibles. Les gestionnaires davantage exposés à des crédits de moindre qualité, notamment à des actifs cotés CCC, peuvent accroître le risque de résultats défavorables, particulièrement lorsque les conditions de crédit se détériorent.
- **Rendement structurel** – les assureurs doivent évaluer les gestionnaires et les structures selon leur capacité à limiter les défaillances et les pertes tout en préservant, voire en accroissant, la valeur nominale au fil du temps. L'évolution de la valeur nominale constitue également un moyen d'évaluer l'efficacité avec laquelle un gestionnaire administre le portefeuille de prêts sous-jacent, évite les pertes permanentes et gère activement le portefeuille sans éroder systématiquement la valeur des actifs sous-jacents.
- **Risque implicite du marché** – une saine gestion se reflète aussi dans les prix de marché des titres émis dans le cadre d'un TGP. Les cours observés sur le marché secondaire fournissent une évaluation indépendante et prospective des risques associés aux TGP d'un gestionnaire à un moment donné. Les prix de marché reflètent les attentes des investisseurs quant au rendement des actifs sous-jacents, à l'efficacité des protections structurelles et à la probabilité que les titres respectent les obligations prévues par leurs modalités contractuelles. Ils constituent ainsi un complément précieux à l'analyse fondamentale et structurelle lorsqu'il s'agit d'évaluer la qualité d'un gestionnaire et le risque d'un portefeuille.

À notre avis, cette analyse quantitative devrait être complétée par une évaluation qualitative du gestionnaire des actifs sous-jacents. Celle-ci devrait notamment porter sur l'expérience et la stabilité de l'équipe de placement, la structure du comité de placement, le processus décisionnel, les ressources organisationnelles et la solidité globale de la plateforme. En combinant cette analyse avec l'évaluation du risque de crédit, des pratiques de gestion du risque, du rendement structurel et des prix de marché, les assureurs peuvent se doter d'un cadre cohérent et reproductible leur permettant de comparer et de classer les gestionnaires des actifs sous-jacents de manière rigoureuse, tout en conservant la souplesse nécessaire pour exercer leur jugement de placement et mener une vérification diligente qualitative.

Conclusion

Nous nous attendons à ce que les TGP de première qualité gagnent en importance dans les portefeuilles des assureurs à mesure que les cadres réglementaires relatifs au capital évoluent et que les investisseurs recherchent des sources efficientes d'écarts de rendement. Les tranches de TGP de premier rang peuvent offrir une valeur intéressante après la prise en compte des exigences de capital par rapport à des titres de créance de sociétés affichant une cote semblable. De plus, une combinaison judicieuse de tranches AAA, AA, A et, de façon sélective, BBB peut permettre d'équilibrer revenu, risque, liquidité et utilisation du capital.

La pertinence des placements dans les TGP dépend de la qualité de l'exécution. Les assureurs doivent disposer d'une combinaison appropriée de tranches, d'un processus rigoureux de sélection des gestionnaires des actifs sous-jacents, d'une stratégie efficace de déploiement, de mécanismes de surveillance continue et de solides capacités de communication de l'information. Avec le gestionnaire de placements tiers approprié, les TGP de première qualité peuvent constituer une composante évolutive et efficiente sur le plan du capital au sein des portefeuilles d'assureurs mondiaux.

Sources : S&P Global Ratings, Bank of America, Nomura, Bloomberg, eVestment, J.P. Morgan, National Association of Insurance Commissioners, Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, Monetary Authority of Singapore, American Academy of Actuaries, Intex, 2026.

Suivez-nous sur LinkedIn

Abonnez-vous à nos bulletins

Éléments généraux d'information

© Gestion SLC, 2026. Tous droits réservés.

La marque Gestion SLC désigne les activités de gestion d'actifs institutionnels de la Financière Sun Life inc. (la Sun Life), ainsi que les sociétés Sun Life Capital Management (U.S.) LLC aux États-Unis et Gestion de capital Sun Life (Canada) inc. au Canada. La société Gestion de capital Sun Life (Canada) inc. est inscrite comme gestionnaire de portefeuille, gestionnaire de fonds de placement et courtier sur le marché dispensé au Canada, et comme directeur des placements de produits dérivés en Ontario. La société Sun Life Capital Management (U.S.) LLC est inscrite comme conseiller en placement auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Elle est également inscrite comme Commodity Trading Advisor (conseiller en opérations sur marchandises) et Exempt Commodity Pool Operator (gestionnaire de fonds du marché à terme dispensé) auprès de la Commodity Futures Trading Commission en vertu du Commodity Exchange Act. De plus, elle est membre de la National Futures Association.

Les renseignements sont fournis à titre indicatif uniquement et représentent les points de vue et les opinions de l'auteur ou des auteurs, qui peuvent différer de ceux d'autres équipes de placements de Gestion SLC et de ses sociétés affiliées. Le contenu ne tient pas compte de la convenance ou des besoins d'une personne ou d'une entité et ne peut être considéré comme une recommandation pour une catégorie d'actifs ou une stratégie particulières. Sauf indication contraire, tous les chiffres et toutes les estimations fournis sont tirés de données internes et sont en date du 30 juin 2026. Sauf indication contraire, tous les montants en dollars ($) sont exprimés en dollars américains. Les rendements passés ne sont pas garants des résultats futurs.

Rien dans le présent document ne constitue une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat de titres. Les renseignements contenus dans ce document sont fournis uniquement à titre de référence en ce qui concerne la société, ses collaborateurs et ses activités de conseil, en tant que société de gestion d'actifs.

Les données et renseignements sur le marché présentés dans le présent document sont fondés sur diverses sources, publiées et non publiées, considérées comme fiables. Toutefois, ils n'ont pas été vérifiés de manière indépendante et il n'y a aucune garantie quant à leur exactitude ou leur exhaustivité.

Ce document peut présenter des renseignements ou des énoncés qui tiennent compte d'attentes ou de prévisions liées à des événements futurs. Les énoncés prospectifs sont de nature spéculative et peuvent faire l'objet de risques, d'incertitudes et d'hypothèses qui pourraient différer de façon importante des énoncés. Par conséquent, n'accordez pas de confiance excessive à ces énoncés prospectifs. Toutes les opinions et tous les commentaires formulés sont susceptibles de changer sans préavis et sont présentés de bonne foi sans responsabilité légale. Sauf indication contraire, tous les chiffres et toutes les estimations fournis sont tirés de données internes et sont à jour à la date de la publication. Toutes les données peuvent changer. Toutes opinions ainsi que tous les commentaires et renseignements fournis sont susceptibles de changer et Gestion SLC décline toute responsabilité pour quelque perte que ce soit découlant de l'utilisation de ces renseignements.

Les renseignements figurant dans ce document ne doivent en aucun cas tenir lieu de conseils particuliers d'ordre financier, fiscal, juridique ou comptable ni en matière d'assurance ou de placement. Ils ne doivent pas être considérés comme une source d'information à cet égard et ne constituent pas une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ni de services d'assurance ou de placement. Les investisseurs devraient obtenir l'avis d'un conseiller professionnel avant de prendre une décision en fonction des renseignements fournis dans ce document. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Ce document est destiné uniquement à être utilisé par les destinataires sur les territoires qui sont autorisées à le recevoir en vertu de leurs lois locales applicables. Ce document n'a pas été examiné par un organisme de réglementation et n'est pas enregistré auprès d'un tel organisme.

Aucune partie de ce document ne peut être i) reproduite, photocopiée ou polycopiée, de quelque façon que ce soit et dans quelque format que ce soit, ni être ii) distribuée à toute personne qui n'est pas un employé, un dirigeant, un directeur ou un agent autorisé du destinataire, sans le consentement écrit préalable de Gestion SLC.

À propos de Crescent Capital

Crescent est un gestionnaire d'instruments de crédit mondiaux ayant un actif géré de plus de 53 milliards de dollars au 30 juin 2026. Depuis plus de 30 ans, la société met l'accent sur le crédit à haut rendement grâce à des stratégies ayant recours à des titres de créance négociables et d'émissions privées. Il peut s'agir de prêts bancaires de premier rang, d'obligations à rendement élevé ou encore de titres de créance de premier et de second rangs et de prêts hybrides (unitranche). Crescent compte plus de 200 employés dans le monde. Son siège social est situé à Los Angeles et elle a des bureaux à New York, à Boston, à Chicago et à Londres. Crescent fait partie de Gestion SLC, l'entité responsable des activités de gestion d'actifs institutionnels, alternatifs et traditionnels de la Sun Life. Pour en savoir plus sur Crescent, visitez le www.crescentcap.com.