

# Notre point de vue sur la critique médiatisée du crédit privé



Gestion de patrimoine

Une conjoncture difficile donne l'occasion aux gestionnaires de crédit privé habiles de se distinguer.

## La modération a bien meilleur goût : rendements du crédit privé et flux de capitaux

L'enthousiasme des investisseurs pour le crédit privé a diminué, tout comme les rendements, ce qui réduit les flux de capitaux des fonds. Les préoccupations croissantes suscitées par les bouleversements causés par l'IA dans le secteur des logiciels et la faillite de certaines sociétés à risque élevé ont pesé sur la confiance des investisseurs. La diminution du rendement du crédit privé, qui dépassait 10 % en 2023-2024 et se situait sous la barre des 10 % en 2025, est principalement attribuable à la baisse des taux de base et des écarts de taux des nouvelles transactions plutôt qu'à des pertes sur créances.

## Périodes disparates : signes croissants de dispersion de la performance

Même si les difficultés du marché du crédit semblent confinées pour le moment, il y a des signes croissants de dispersion de la performance, tant en ce qui concerne le rendement des portefeuilles que certaines mesures du crédit que nous surveillons dans le cadre de notre processus de contrôle diligent. Sur les marchés privés en général, mais aussi dans le segment du crédit privé, l'écart de rendement entre les gestionnaires du quartile supérieur et ceux du quartile inférieur est important. En période difficile, cet écart peut s'élargir davantage. Dans le cadre de notre contrôle diligent initial et continu, nous portons attention au volume et à la tendance des défauts de paiement et des prêts non productifs, à l'augmentation des intérêts capitalisés jusqu'à l'échéance et à la proportion de prêts qui se négocient à un prix nettement inférieur à leur valeur nominale.

## Le fléau des rachats touche de nombreux fonds de crédit privé

Selon nous, la conjoncture actuelle reflète un resserrement de la liquidité, plus qu'un choc systémique du crédit. Les fonds de crédit privé ont commencé à recevoir un nombre croissant de rachats de la part des investisseurs au deuxième semestre de 2025 et la tendance s'est poursuivie au premier trimestre de 2026, ce qui s'est souvent traduit par des sorties nettes de capitaux et par la mise en application par les fonds de limites de rachat. Celles-ci (c.-à-d. les restrictions imposées par les gestionnaires de fonds concernant le

montant du capital que les investisseurs peuvent retirer pendant une période précise) peuvent créer un inconfort chez les investisseurs, mais elles sont une caractéristique courante des produits alternatifs (qui incluent le crédit privé). Ces restrictions servent à protéger tous les porteurs d'unités, en particulier en période difficile, étant donné que le marché secondaire est restreint. Nous croyons que c'est la première fois qu'un grand nombre des plus grandes structures à capital variable du segment du crédit privé font l'objet de sorties de capitaux – et, dans certains cas, c'est la première fois que les gestionnaires de ce segment font face à des sorties nettes de capitaux. Selon nous, les gestionnaires dont le fonds affiche un profil d'endettement rigoureux et un positionnement prudent sont mieux placés pour composer avec l'actuel resserrement de la liquidité et potentiellement tirer parti des occasions émergentes.

## Une proposition de valeur qui mérite d'être revue : un rendement plus élevé (si les pertes sont réduites au minimum)

Nous sommes conscients des difficultés à court terme, mais nous continuons de considérer le crédit privé comme un outil pratique de production de revenu. Le rendement plus élevé qu'offre le crédit privé, en échange des risques de crédit et d'illiquidité, le positionne parmi les segments les plus performants du marché obligataire. Il incombe aux gestionnaires de faire preuve de rigueur et de gérer efficacement ces risques pour s'assurer que les pertes ne dépassent pas la prime de rendement. Dans un contexte perturbé par l'IA, nous croyons que les gestionnaires qui ont fait leurs preuves et qui disposent de processus de gestion du risque éprouvés sont mieux placés pour réussir.

## Les fonds négociés en bourse présentent l'occasion de profiter de l'actualité négative

Le pessimisme peut créer des occasions pour les investisseurs axés sur la valeur. Le dégagement qui a touché les sociétés de développement des affaires cotées en bourse pourrait être exagéré et représenter une occasion d'achat pour les investisseurs judicieux, car bon nombre de ces fonds affichent un escompte appréciable (plus de 20 %) par rapport à leur valeur liquidative (VL) déclarée.

À moins d'indication contraire, toutes les valeurs sont exprimées en dollars canadiens et établies au 31 mars 2026 à la clôture du marché.

Les rendements passés ne sont pas garants des rendements futurs.

Produit le 15 avril 2026 à 12 h 00 HE; diffusé le 15 avril 2026 à 13 h 00 HE.

Pour consulter les déclarations importantes et les coordonnées de l'auteur, veuillez vous reporter à la [page 13](#).

NE PAS DISTRIBUER AUX ÉTATS-UNIS.

## Principaux sujets abordés dans ce document :

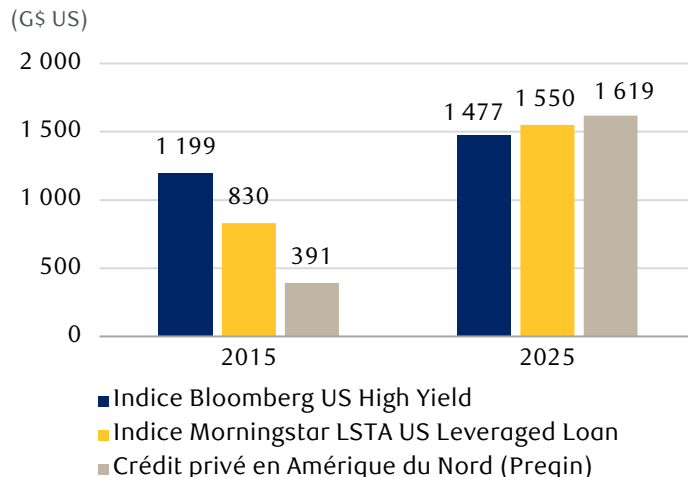
- Survol du marché du crédit privé et lien avec le système financier au sens large;
- La baisse des rendements absolus et relatifs a freiné l'enthousiasme à l'égard du crédit privé;
- Légère détérioration – et non l'effondrement – des principales mesures de crédit que nous surveillons;
- Tort causé par les sociétés de logiciels : le crédit privé est exposé de manière démesurée à un secteur confronté à des défis;
- L'essoufflement de l'enthousiasme pour le crédit privé a réduit les flux de capitaux des fonds;
- Occasion potentielle offerte par les fonds de crédit privé cotés en bourse.

## Survol du marché du crédit privé

### Le segment du marché des prêts de qualité inférieure connaît la plus forte croissance

Le crédit privé désigne les prêts qui ne se négocient pas activement, comme les obligations ou les prêts à effet de levier consortiaux. Il s'agit habituellement de prêts à taux variable d'une durée de cinq à sept ans. Le taux d'intérêt est calculé en fonction d'un taux d'intérêt de base variable (habituellement le SOFR [Secured Overnight Financing Rate] pour les prêts libellés en dollars américains) auquel s'ajoute un écart de taux. L'univers du crédit privé est vaste, allant des prêts directs aux entreprises aux créances adossées à des actifs (y compris les prêts garantis par des actifs immobiliers et des infrastructures). Les prêts directs aux entreprises, qui constituent le segment le plus important du marché, sont des prêts accordés à des sociétés privées à divers stades du cycle de vie. Cette catégorie a connu une croissance particulièrement forte au cours de la dernière décennie, sa taille ayant presque quadruplé depuis 2015, et sa part de

## Marché américain du financement à effet de levier



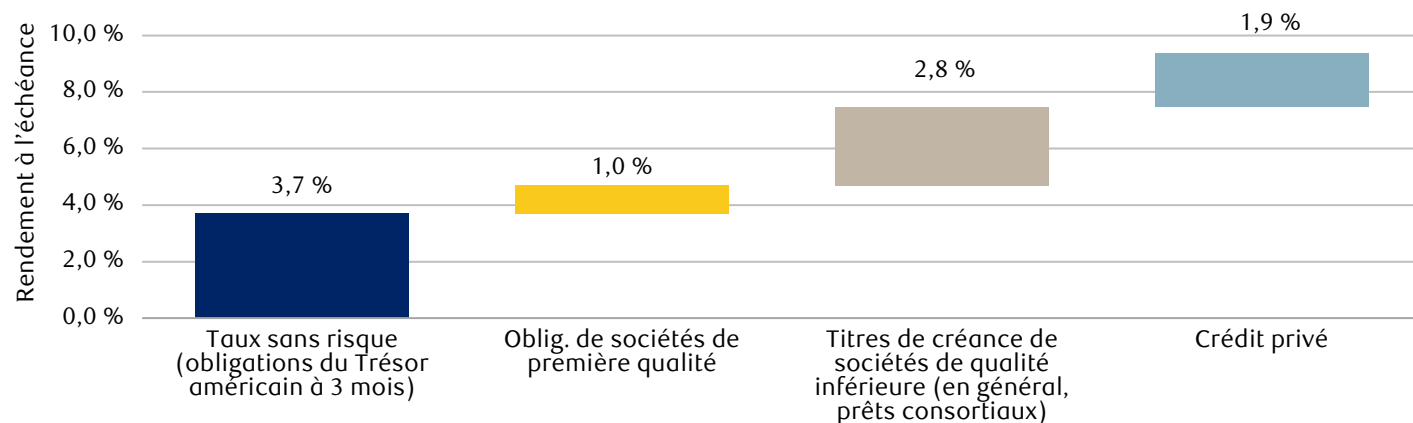
Sources : Bloomberg, Preqin et LSTA

marché du financement des entreprises à risque élevé a considérablement augmenté. La part de marché des prêts directs a augmenté au détriment des obligations à rendement élevé et des prêts à effet de levier, si bien qu'elle est passée d'environ 15 % du marché américain du financement à effet de levier en 2015 à environ 35 % en 2025. Dans le reste de la publication, lorsque nous parlons de crédit privé, nous faisons précisément référence aux prêts directs aux entreprises.

### Ce qui attire les emprunteurs : plus de certitude et de souplesse

Les gestionnaires de crédit privé soulignent qu'une plus grande certitude, la rapidité d'exécution et la souplesse comme principaux avantages offerts aux emprunteurs. Ces avantages découlent du fait que l'emprunteur travaille directement avec un seul prêteur privé, ou un petit groupe de prêteurs privés, plutôt qu'avec une institution financière (ou un consortium composé de nombreuses institutions

## Prime de rendement du crédit privé



Remarque : Selon les données disponibles les plus récentes. Les obligations de sociétés de première qualité sont représentées par le Vanguard Intermediate Corp. Bond ETF; les obligations de sociétés de qualité inférieure, par le Invesco Senior Loan ETF; le crédit privé, par le rendement de sortie après 3 ans de l'indice Cliffwater Direct Lending – Perpetual.

Sources : U.S. Federal Reserve Bank of St. Louis, Vanguard, Invesco et Cliffwater

financières) qui agit à titre d'intermédiaire entre un emprunteur et un groupe plus important d'investisseurs. L'absence d'intermédiaire permet une plus grande personnalisation pour l'emprunteur. Un prêteur privé peut offrir une plus grande certitude quant à l'exécution, car il engage son propre capital, plutôt que d'agir à titre d'agent pour un ensemble d'investisseurs.

**Ce qui attire les investisseurs : un meilleur rendement**

L'emprunteur est habituellement prêt à payer au prêteur une prime en échange des caractéristiques mentionnées ci-dessus. Comme le prêteur fournit à l'interne les services pour lesquels le consortium de banques facture habituellement des honoraires, le rendement est plus élevé pour les investisseurs (graphique du bas de la page précédente). Alors que les prêts vendus par l'intermédiaire du marché des prêts consortiaux se négocient sur un marché secondaire actif, ce n'est pas le cas du crédit privé. Certains investisseurs apprécient également la volatilité plus faible du crédit privé. Toutefois, nous tenons à signaler que la plus faible volatilité observée découle en grande partie du processus de valorisation des prêts sous-jacents, car les valorisations sont déterminées tous les mois avec un décalage (contrairement au prix quotidien des obligations cotées en bourse).

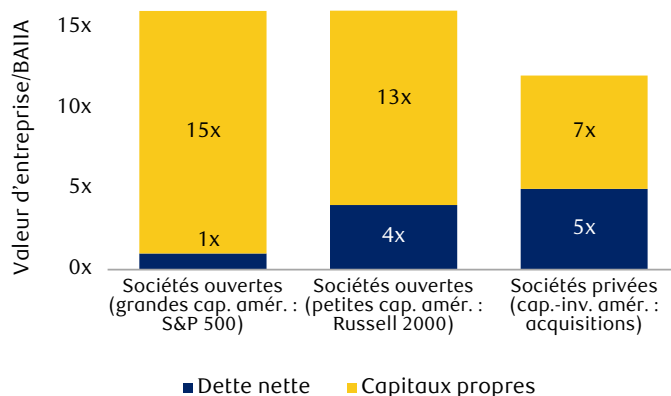
**Le rendement plus élevé est une forme de compensation du risque de crédit et du risque de liquidité**

Le rendement du crédit privé est parmi les meilleurs du marché des titres à revenu fixe, car 1) les investisseurs reçoivent un rendement plus élevé pour détenir des actifs moins liquides et 2) un grand nombre des emprunteurs sont plus endettés et/ou de petites sociétés.

**Risque lié au crédit : les sociétés qui se tournent vers le crédit privé sont généralement plus petites et plus endettées**

Les actifs détenus dans un fonds de crédit privé sont des prêts qui procurent un levier aux entreprises en exploitation qu'ils financent. Une partie du rendement potentiellement plus élevé des marchés privés reflète la rémunération du risque associé au profil d'endettement de ces investissements. Le graphique en haut à droite illustre cette dynamique en comparant le rapport dettes/capitaux propres qui représente la valeur d'entreprise des sociétés ouvertes et fermées. Pour les sociétés fermées, environ la moitié de cette valeur d'entreprise est composée de dettes, comparativement à moins de 25 % pour les sociétés cotées.

**Les sociétés de capital-investissement se négocient à une valorisation plus faible, mais ont un levier plus élevé**



Remarque : Moyenne sur 5 ans, de 2021 à 2025, selon les bénéfices des 12 derniers mois.

Sources : RBC Gestion de patrimoine et Bloomberg

**Structure d'un fonds de crédit privé à capital variable semi-liquide**

Le segment du marché du crédit privé qui connaît la plus forte croissance est celui des fonds à capital variable semi-liquides qui acquièrent habituellement des prêts à taux variable et sont tenus de distribuer la majeure partie de leurs bénéfices aux investisseurs. Les achats et les ventes des unités de ces fonds sont effectués à la valeur liquidative, calculée en fonction de la juste valeur estimative des investissements du portefeuille. L'étiquette « semi-liquide » reflète le fait que ces instruments ont été conçus pour offrir aux investisseurs la possibilité de demander le rachat de leurs unités (souvent périodiquement et jusqu'à un certain plafond) par le fonds, à la valeur liquidative.

Il existe des variantes de ces produits de crédit privé qui sont négociées en bourse – les sociétés de développement des affaires cotées en bourse. Il s'agit d'instruments perpétuels qui sont cotés en bourse et négociés quotidiennement. Le cours des unités de ces fonds tend à être déterminé par la valeur liquidative; toutefois, ces unités peuvent se négocier en tout temps, soit avec une décote ou avec une prime par

**Bilan d'un fonds de crédit privé typique**



Source : RBC Marchés des Capitaux

rapport à la valeur liquidative. Nous les appelons « fonds de crédit privé cotés en bourse » dans le reste de la publication.

### Structure à effet de levier

La plupart des fonds de crédit privé ont recours au levier financier pour augmenter le rendement. Le graphique ci-dessous montre comment un fonds typique mobilise 1 \$ de capital auprès des investisseurs et emprunte 1 \$ auprès d'un ensemble de prêteurs pour acheter 2 \$ d'actifs. À notre avis, l'effet de levier doit être évalué dans le contexte de la stratégie d'investissement. Il s'agit d'un moyen d'augmenter le rendement, la marge d'intérêt nette étant positive puisque le rendement des prêts octroyés dépasse habituellement le coût de la dette. Toutefois, ce recours à l'effet de levier amplifie également les pertes.

### Barème de frais plus élevé

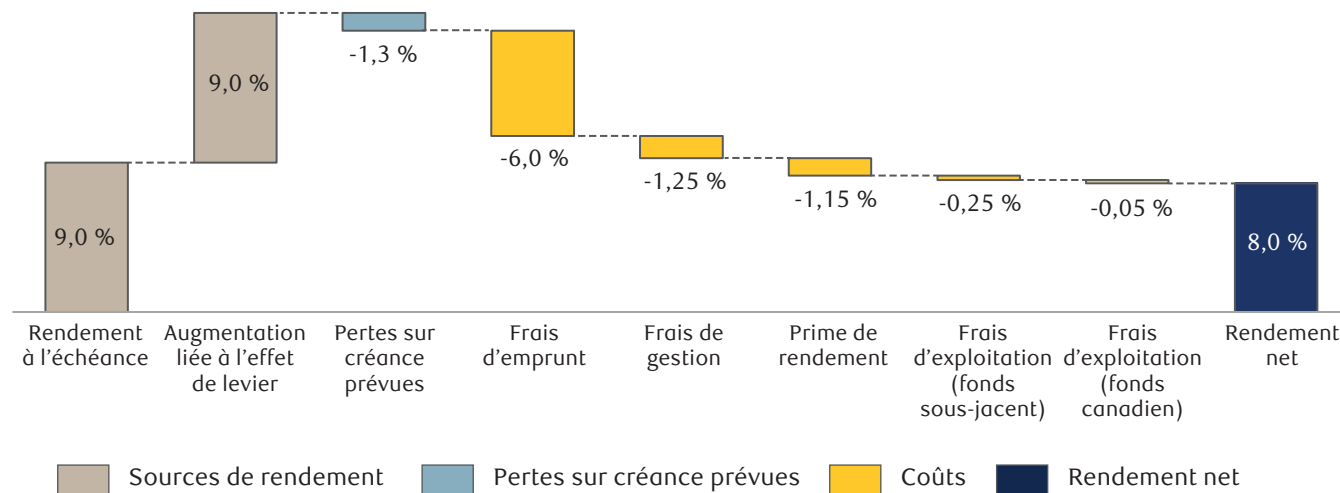
Le graphique ci-dessous illustre la structure de frais typique d'un fonds de crédit privé. Les fonds privés sont en général assortis de frais plus élevés que les fonds traditionnels. En plus des frais de gestion, ils facturent souvent une prime de rendement. Des frais supplémentaires sont engagés pour exploiter ces fonds et les offrir aux investisseurs dans un format adapté. Selon nous, les frais de gestion plus élevés reflètent le contrôle diligent plus complexe effectué auprès des sociétés privées, et les charges d'exploitation plus élevées reflètent quant à elles les difficultés que les clients pourraient avoir s'ils investissaient par eux-mêmes d'importantes sommes dans ce segment. Notre processus de contrôle diligent consiste à examiner chaque composante des frais pour comprendre et comparer le profil de frais complet des différents produits.

### Risque lié à la liquidité : restrictions de rachat en raison de l'illiquidité des prêts sous-jacents

Les fonds de crédit privé sont des instruments qui acceptent généralement les souscriptions mensuelles et qui permettent les rachats trimestriels. Les rachats sont habituellement assujettis à un plafond de 5 % de la valeur liquidative du fonds, et ils seront acceptés au prorata si le plafond est dépassé (c.-à-d. qu'un investisseur qui demande le rachat de 100 unités se verrait offrir le rachat de 50 unités, si le fonds, dont la valeur liquidative est de 10 milliards de dollars, recevait des demandes de rachat totalisant 1 milliard de dollars). La liquidité fait référence à la facilité avec laquelle un actif peut être converti en espèces sans influencer sur son cours. Par définition, les actifs privés ne bénéficient pas de la détermination des cours ni de la liquidité des marchés publics. La négociation de chaque investissement est privée, et il se peut que le nombre d'acheteurs disposant des moyens et de l'expertise nécessaires pour acheter un actif donné soit limité. Même si un fonds permet des rachats réguliers ou qu'un investisseur détient des unités depuis des années, il est possible qu'il ne puisse obtenir le rachat de ses unités lorsqu'il le souhaite. En règle générale, les investisseurs doivent s'attendre à détenir leurs unités pendant cinq à dix ans, ou plus, selon la structure.

Dans le cadre du contrôle diligent, nous évaluons si la fréquence et les limites de rachat sont appropriées en fonction des sources de liquidité dont un fonds dispose. Nous préférons les gestionnaires qui ont démontré leur capacité à gérer une structure semi-liquide en période de baisse et de rachats élevés. Le crédit présente un avantage structurel qui lui est propre par rapport aux autres catégories du marché privé, car l'échéance des prêts et le refinancement de ces derniers sont une source récurrente de liquidité, qui représente habituellement de 15 % à 40 % du portefeuille par année.

### Décomposition du rendement prévu d'un fonds de crédit privé typique



Remarque : Selon l'estimation des conditions du marché au 31 décembre 2025

Source : RBC Gestion de patrimoine

### Risque lié à la valorisation : un défi qui résulte de l'absence de négociation sur un marché

Les fonds de crédit privé à capital variable semi-liquide sont valorisés selon un modèle théorique, ce qui signifie que les prêts sous-jacents sont valorisés au moyen d'un modèle financier (flux de trésorerie actualisés), étant donné qu'ils ne se négocient pas régulièrement. La valorisation des prêts est déterminée en fonction du montant d'origine, mais elle peut tomber nettement en deçà si la probabilité de remboursement devient moins certaine. Étant donné la subjectivité des hypothèses du modèle de valorisation et du fait que les gestionnaires tirent des revenus de frais liés à la valorisation, nous préférons les procédures de valorisation qui nécessitent un contrôle indépendant et dont la fréquence correspond à celle des souscriptions et des rachats. Dans le cadre de notre surveillance continue de ces instruments, nous cherchons à repérer les prêts valorisés à 90 % de leur valeur nominale, car cela suggère un rendement nettement inférieur et constitue un indicateur avancé d'un défaut de paiement potentiel. Grâce aux déclarations réglementaires qu'un grand nombre de ces fonds sont tenus d'effectuer à la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), les renseignements concernant chaque prêt des portefeuilles, y compris leur valorisation, sont habituellement accessibles chaque trimestre.

### Choc systémique : ce qu'il faut surveiller

Comme les nouvelles parues dans les médias tendent à être de plus en plus négatives, les commentaires d'analyse de l'économie dans son ensemble intègrent de plus en plus le crédit privé. Nous sommes conscients que le ralentissement actuel du crédit privé pourrait avoir des répercussions plus larges, mais lorsque nous analysons certains des principaux liens entre le crédit privé et le système financier dans son ensemble, nous observons un certain nombre de facteurs susceptibles d'atténuer les répercussions.

### Le marché du crédit public demeure-t-il opérationnel?

À notre avis, ce que nous observons, c'est un ralentissement du segment qui a la croissance la plus rapide du marché du crédit aux sociétés à risque élevé. Dans ce segment, les options du marché public – comme le marché des prêts consortiaux et le marché des obligations à rendement élevé – sont capables de fournir du financement à de nombreux emprunteurs susceptibles de se tourner vers le crédit privé, et récemment certains signes indiquent que ces options reprennent une partie de la part de marché perdue au cours des 10 dernières années. Si le marché public est en mesure de fournir aux emprunteurs des capitaux pour refinancer des dettes ou de financer les projets d'expansion des entreprises, cela réduit au minimum les répercussions macroéconomiques du ralentissement du crédit privé.

### Banques et compagnies d'assurance : ce qu'il faut surveiller

Du point de vue de la liquidité, la majeure partie du crédit privé est détenue dans des fonds qui limitent (habituellement à 5 % par trimestre) les rachats ou dans des structures à capital fixe qui remboursent le capital aux investisseurs à mesure que les prêts sont remboursés. Étant donné l'illiquidité inhérente des prêts sous-jacents, ces restrictions

sont appropriées. Selon nous, au sein du système financier, l'exposition potentielle des banques et des compagnies d'assurance mérite d'être surveillée. Les banques prêtent de l'argent à des fonds de crédit privé avec une garantie de premier rang sur les actifs, de sorte qu'elles sont moins exposées à ce segment de marché qu'au cours des cycles précédents, lorsqu'elles octroyaient directement les prêts. Le secteur de l'assurance est l'un des plus gros acheteurs de crédit privé, et nous croyons que cette situation mérite notre attention; toutefois, ces positions sont appariées à un passif à très long terme.

### Rendement et attrait relatif du crédit privé

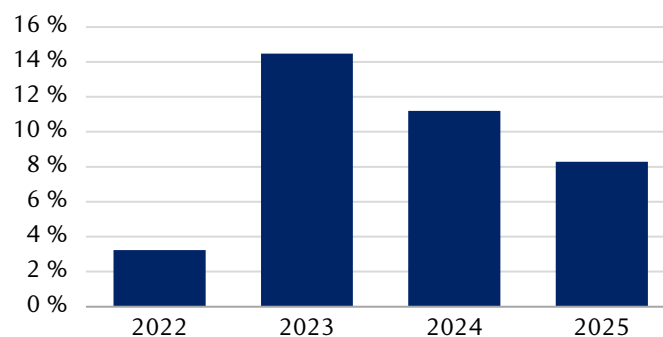
#### Baisse du rendement absolu, car les taux de base et les écarts de taux ont diminué

Le rendement du crédit privé s'est normalisé à un peu moins de 10 % en 2025 par rapport au rendement de 13 % à 15 % de la catégorie d'actif en 2023-2024. Le rendement a été presque nul au cours des deux premiers mois de 2026 (ces fonds publient habituellement leurs résultats avec un mois de retard).

Selon Cliffwater, la baisse du rendement du crédit privé en 2025 n'est pas attribuable à des pertes sur créances. Les pertes réalisées ont légèrement diminué pour s'établir à 0,64 % en 2025, comparativement à 0,86 % en 2023, et elles demeurent inférieures au taux de perte moyen de 0,99 % relevé depuis 2005, selon l'indice Cliffwater Direct Lending (qui couvre plus de 21 000 prêts directs du marché intermédiaire aux États-Unis totalisant 549 G\$).

### Indice Cliffwater Direct Lending – Perpetual

Rendement net par année civile

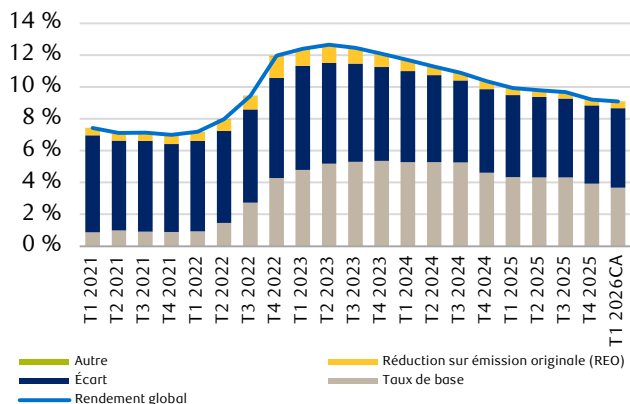


Remarque : L'indice Cliffwater Direct Lending – Perpetual fait référence au rendement net avec levier des prêts privés d'une société de développement des affaires perpétuelle non cotée (fonds de crédit privé semi-liquide à capital variable).

Source : Cliffwater

Étant donné que les prêts ont un taux variable, le taux de rendement du crédit privé a diminué de près de 350 points de base (pb) depuis le sommet atteint au deuxième trimestre de 2023. Cette diminution a été provoquée autant par la réduction du taux de la Fed et que par le resserrement des écarts de taux sur les nouveaux prêts ajoutés aux portefeuilles. En réponse à la réduction du rendement des portefeuilles, la plupart des gestionnaires ont diminué le taux de distribution par rapport aux sommets atteints entre 2023 et 2024.

### Rendement du crédit privé



Remarque : Le taux de rendement du crédit privé est représenté par le rendement global des nouveaux prêts de premier rang aux entreprises détenues par des sociétés de capital-investissement. REO fait référence à une petite réduction sur émission originale que les prêteurs privés obtiennent habituellement.

Source : Cliffwater

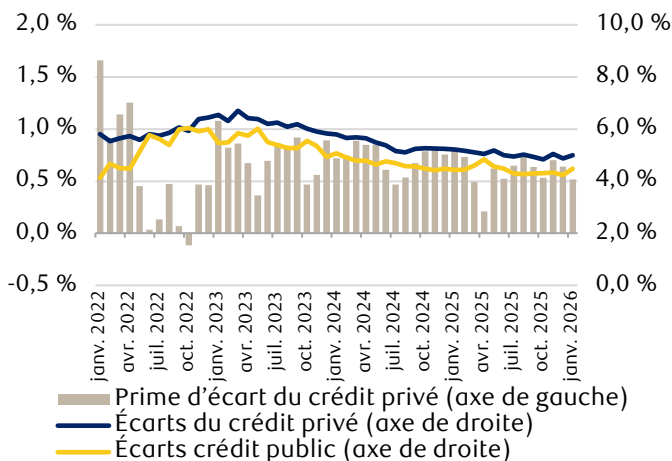
### Diminution de l'écart de rendement par rapport au crédit public (prêts à effet de levier)

La prime d'écart de taux du crédit privé par rapport aux prêts à effet de levier (prêts bancaires à taux variable) a légèrement diminué depuis que les écarts de taux des deux marchés ont atteint un sommet au début de 2023 (voir le graphique en bas à gauche). Cette prime d'écart semble actuellement tout juste inférieure à la moyenne des trois dernières années.

### Rendement inférieur à celui du capital-investissement : fin de la période anormale pendant laquelle le rendement était supérieur

Le rendement annualisé du crédit privé a été inférieur de plus de 5 % à celui du capital-investissement depuis 2004, selon les données de MSCI. Cela ne nous surprend pas étant

### Comparaison des écarts des prêts privés et publics de qualité similaire

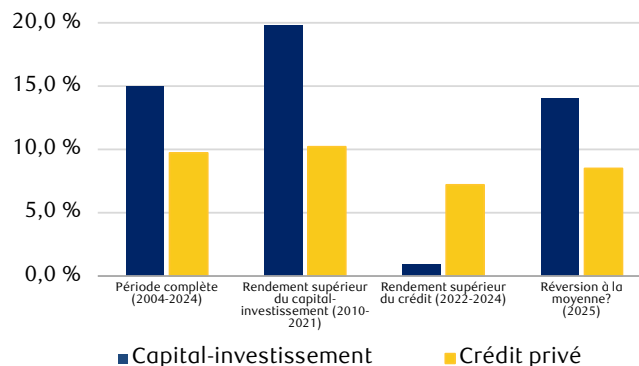


Remarque : Écarts de taux du crédit privé représentés par les écarts de taux des nouvelles émissions de prêts de premier rang aux promoteurs (entreprises détenues par des sociétés de capital-investissement) de Cliffwater. Les écarts de taux des titres de créance cotés en bourse sont représentés par l'indice Bloomberg US Leveraged Loan (prêts notés B1/B2).

Sources : Cliffwater et Bloomberg

### Capital-investissement et crédit privé (2004-2025)

Rendement annuel moyen



Remarque : Le capital-investissement est représenté par l'indice MSCI US Private Equity Closed-End Fund (rendement brut). Le crédit privé est représenté par l'indice MSCI US Private Credit Closed-End Fund (rendement brut). Le rendement de 2025 comprend une estimation du rendement du quatrième trimestre civil de 2025.

Sources : RBC Gestion de patrimoine et MSCI

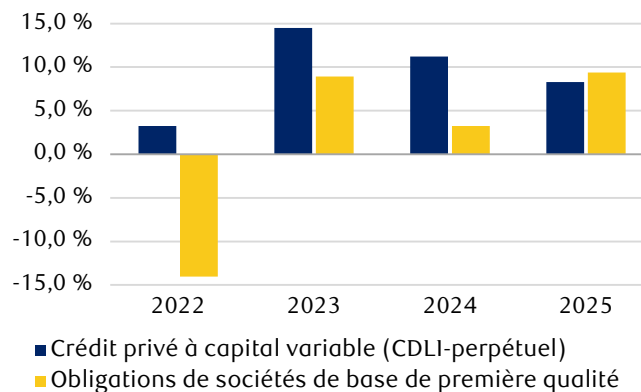
donné la position de chacun dans la structure du capital, puisque le crédit privé est habituellement une créance de premier rang et est utilisé pour financer des opérations de capital-investissement. Toutefois, le crédit privé a affiché un rendement supérieur à celui du capital-investissement (cumulativement et chaque année) de 2022 à 2024. Cette anomalie semble disparaître, car le rendement relatif en 2025 s'est rapproché de la moyenne à long terme.

### Rendement inférieur aux titres à revenu fixe publics : effacement d'une partie de la différence de rendement

Par le passé, le crédit privé a enregistré un rendement supérieur à celui du marché obligataire public, en raison des primes d'illiquidité et de risque de crédit potentielles. L'indice Cliffwater Direct Lending a enregistré un rendement de 10,3 % sur les cinq dernières années et de 9,4 % sur les dix dernières, soit un rendement supérieur d'environ 3,5 % à 4,0 % à celui

### Réversion à la moyenne des rendements du crédit privé par rapport aux titres à revenu fixe publics de première qualité

Rendement net par année civile

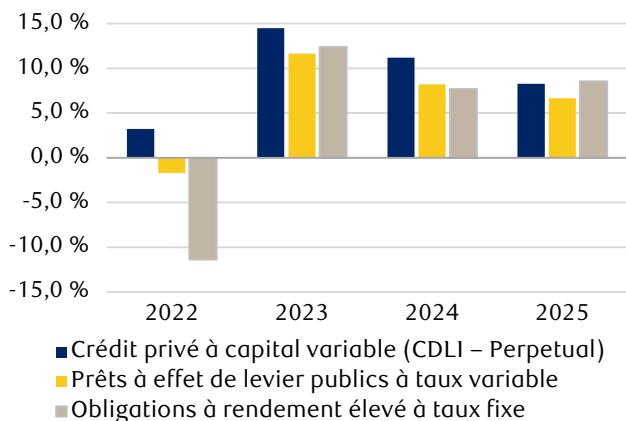


Remarque : Les obligations de base de sociétés de première qualité sont représentées par le Vanguard Intermediate Corp. Bond ETF. Le crédit privé à capital variable est représenté par l'indice Cliffwater Direct Lending – Perpetual (rendement net avec levier des sociétés de développement des affaires perpétuelles non cotées).

Sources : Cliffwater et Vanguard

### Réversion à la moyenne des rendements du crédit privé par rapport aux titres à revenu fixe publics à rendement élevé

Rendement net par année civile



Remarque : Les obligations à taux fixe à rendement élevé sont représentées par le iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF. Les prêts publics à effet de levier à taux variable sont représentés par le Invesco Senior Loan ETF. Le crédit privé à capital variable est représenté par l'indice Cliffwater Direct Lending – Perpetual (rendement net avec levier des sociétés de développement des affaires perpétuelles non cotées).

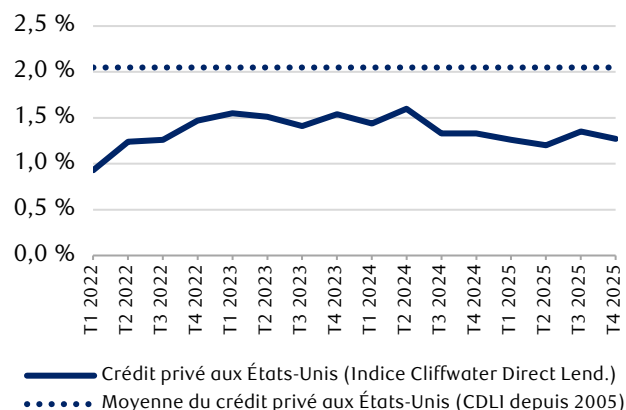
Sources : BlackRock, Cliffwater et Invesco

de l'indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan sur cette période. Il a également enregistré un rendement supérieur de près de 6,0 % à celui des obligations à rendement élevé (indice Bloomberg High Yield Bond) sur les cinq dernières années et de près de 3,0 % sur les dix dernières.

Même si le crédit privé à taux variable a continué de dégager un rendement supérieur à celui du crédit public à taux variable (prêts à effet de levier) en 2025, une autre anomalie a été que le rendement du crédit privé a été inférieur à celui des obligations de première qualité (graphique à la page précédente) et des obligations à rendement élevé (graphique ci-dessus) en 2025. La baisse des taux depuis 2024 a favorisé les titres de créance à taux fixe, qui ont inscrit des

### La proportion de prêts privés à intérêts non comptabilisés demeure faible et inférieure à la moyenne historique

Pourcentage du portefeuille à prix coûtant



Sources : RBC Gestion de patrimoine et Cliffwater

rendements supérieurs au cours de cette période (à l'inverse, 2022 a été une période difficile pour ces titres : les taux ont bondi et le rendement des titres de créance à taux fixe a été nettement inférieur).

### Légère détérioration – et non l'effondrement – des mesures du crédit

Au cours des dernières années, les mesures du crédit se sont détériorées. Il convient de reconnaître que la plupart des sociétés bénéficiaires de prêts directs sur le marché du crédit privé, si elles sont notées, sont considérées à risque élevé. Par conséquent, il faut s'attendre à un certain niveau de défauts de paiement (le taux de défaillance à long terme est de 3 % à 4 % sur les marchés publics des titres de créance à rendement élevé).

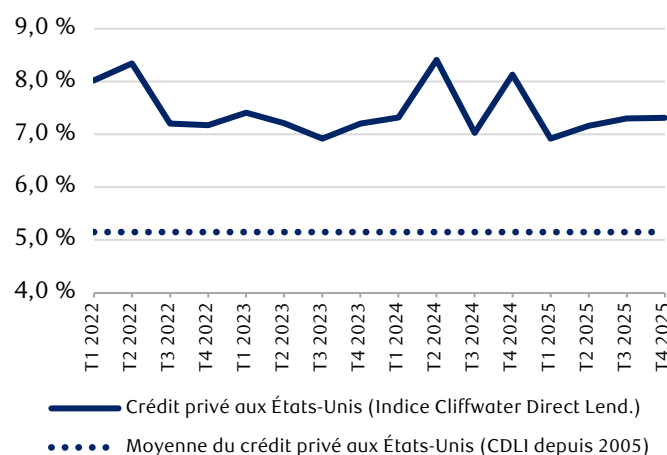
Même si les défauts de paiement et les prêts non productifs du crédit privé augmentent depuis le début de 2022, ils représentent 1,3 %, ce qui demeure inférieur à la moyenne historique de 2,1 % sur 19 ans (selon l'indice Cliffwater Direct Lending).

Le nombre de défauts de paiement et de prêts non productifs est probablement sous-estimé en raison de la prévalence des intérêts capitalisés jusqu'à l'échéance. La capitalisation des intérêts reporte le paiement des intérêts à l'échéance d'un prêt. Nous surveillons de près l'augmentation des intérêts capitalisés jusqu'à l'échéance, car elle pourrait suggérer que les prêteurs reportent les défauts de paiement en offrant un report des intérêts. Nous sommes particulièrement attentifs à l'augmentation des intérêts capitalisés jusqu'à l'échéance due aux modifications permettant de remplacer le paiement des intérêts en numéraire par la capitalisation des intérêts. En revanche, certains prêteurs permettent temporairement la capitalisation des intérêts au début du prêt, en échange d'un écart de taux plus élevé, et cela n'indique pas nécessairement que l'emprunteur est en difficulté. Lorsque la capitalisation des intérêts se prolonge sur la durée du prêt, cela peut réduire la valeur que les prêteurs récupèrent en cas de défaut.

Le revenu tiré des intérêts capitalisés jusqu'à l'échéance représente environ 7,3 % du revenu total d'investissement, ce qui est supérieur à la moyenne de près de 5,2 % sur 19 ans.

### Le revenu tiré des intérêts capitalisés jusqu'à l'échéance est supérieur à la moyenne historique

Pourcentage du revenu total d'investissement



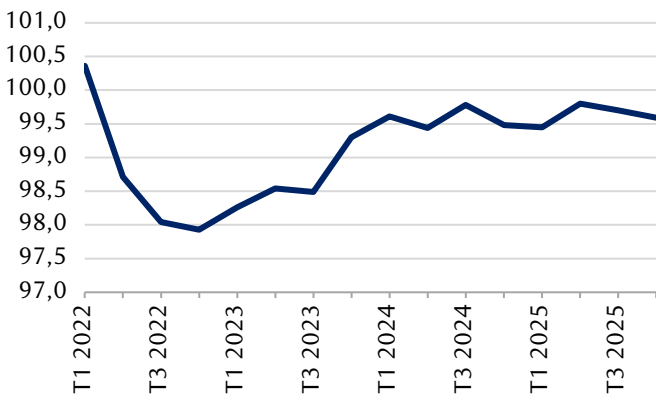
Sources : RBC Gestion de patrimoine et Cliffwater

### Augmentation de la dispersion du rendement des prêts sous-jacents

Actuellement, la valorisation des portefeuilles de crédit privé est proche de la valeur nominale (graphique ci-dessous), ce qui indique généralement une faible proportion de prêts en difficulté. Toutefois, les portefeuilles dont la valorisation est proche de la valeur nominale pourraient être plus sensibles aux pertes non réalisées découlant de l'élargissement des écarts, comme ce fut le cas au cours des trois premiers mois de 2026. Le rendement de ce segment a dans l'ensemble été nul, car les pertes non réalisées ont compensé le revenu.

#### Crédit privé aux États-Unis

Juste valeur/coût



Remarque : Le crédit privé aux États-Unis est représenté par l'indice Cliffwater Direct Lending.

Source : Cliffwater

Une analyse plus approfondie révèle une dispersion du rendement des prêts sous-jacents. Environ 6 % des portefeuilles de crédit privé ont une valorisation inférieure à 90 % de leur valeur nominale, indicative de prêts en difficulté (graphique ci-dessous). Ce pourcentage a augmenté au cours de la dernière année. En 2025, les emprunteurs en difficulté de paiement appartiennent principalement aux secteurs de la consommation et de l'automobile grand public, les

#### Hausse des prêts en difficulté depuis le troisième trimestre de 2024

Prêts en difficulté – crédit privé aux États-Unis (% du portefeuille valorisé à moins de 90 % de la valeur nominale)



Remarque : Le crédit privé aux États-Unis est représenté par l'indice Cliffwater Direct Lending.

Source : Cliffwater

technologies (y compris les logiciels), le transport, ainsi que la fabrication générale et la construction.

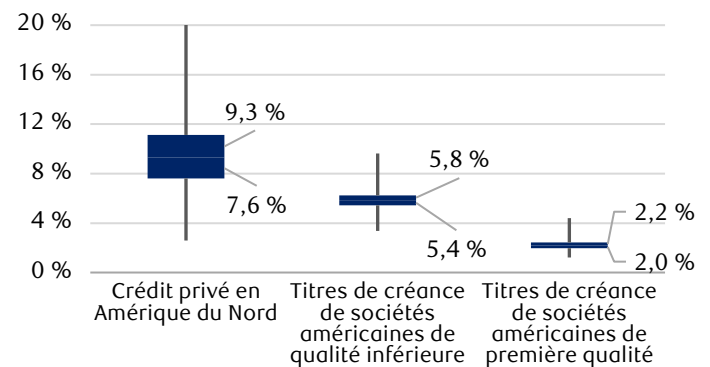
Pour évaluer et comparer la santé du crédit des portefeuilles, nous utilisons une mesure plus globale que nous appelons « prêts à risque ». Cette catégorie inclue les prêts actuellement à intérêts non comptabilisés, les prêts qui l'ont été par le passé et ont été restructurés, ainsi que de tous les autres prêts dont la valorisation est inférieure à 90 % de la valeur nominale.

#### Augmentation de la dispersion du rendement entre gestionnaires

Cette dispersion du rendement des prêts semble se traduire par une dispersion du rendement des gestionnaires. Même si certains fonds n'ont enregistré qu'une légère baisse de leur valeur liquidative, d'autres ont enregistré une forte baisse au quatrième trimestre de 2025 – un fonds a même enregistré une baisse de près de 20 %. La dispersion du rendement des gestionnaires tend à être plus forte pour les portefeuilles d'investissements alternatifs, y compris le crédit privé, que pour les portefeuilles d'actions ou d'obligations traditionnels. La dispersion peut également s'élargir lorsque la conjoncture est plus difficile. À notre avis, cela souligne l'importance d'un contrôle diligent prudent et de la sélection des gestionnaires d'investissements. Nous croyons que les portefeuilles plus diversifiés qui ont moins recours à l'effet de levier et ceux qui accordent des prêts assortis d'une garantie de premier rang dans la structure du capital (priorité de remboursement) à des grandes sociétés pourraient présenter un risque de baisse plus faible. À notre avis, même si le recours à l'effet de levier peut améliorer le rendement d'un fonds dans un marché normal lorsque les défauts de paiement sont faibles, il peut entraîner des pertes plus importantes en cas de détérioration du crédit.

#### Dispersion beaucoup plus importante du rendement du crédit privé que du rendement des titres à revenu fixe traditionnels

Comparaison de la dispersion des rendements du crédit et des titres à revenu fixe traditionnels (2016 à 2025)



Les cases grisées représentent les deuxième et troisième quartiles.

Remarque : Le crédit privé en Amérique du Nord est représenté par le rendement moyen de six fonds de prêts directs nord-américains à capital fixe (2015-2020), d'après les données de Prequin. Les obligations de sociétés américaines de qualité inférieure sont représentées par le rendement annualisé sur 10 ans, au 31 décembre 2025, de la catégorie Morningstar Fonds américains d'obligations à rendement élevé. Les obligations de sociétés américaines de première qualité sont représentées par le rendement annualisé sur 10 ans, au 31 décembre 2025, de la catégorie Morningstar Fonds américains d'obligations de base intermédiaires.

Source : RBC Gestion de patrimoine

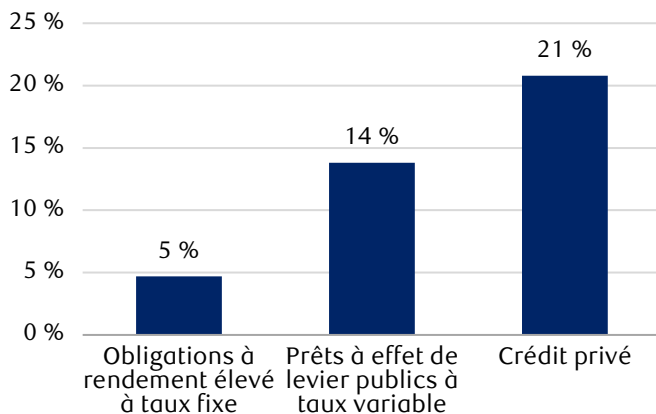
## Et si les logiciels contenaient des virus?

De nombreuses actions cotées des logiciels ont reculé de plus de 20 % au cours des trois premiers mois de 2026. Les investisseurs semblent préoccupés par la possibilité que l'IA menace les avantages concurrentiels et les flux de trésorerie futurs. La valeur des prêts publics aux sociétés de logiciels a chuté d'environ 7 % au cours des deux premiers mois de l'année. Les prêts aux sociétés de logiciels représentaient la part la plus importante des prêts dont la valorisation était inférieure à 80 % de la valeur nominale sur le marché des prêts à effet de levier.

Le crédit privé est plus exposé aux sociétés de logiciels que d'autres segments du marché du crédit, y compris les prêts à effet de levier et les obligations à rendement élevé. Nous estimons qu'en moyenne, les prêts aux sociétés de logiciels représentent environ 20 % des portefeuilles de crédit privé.

### Logiciels

Pourcentage du marché aux États-Unis



Sources : RBC Gestion de patrimoine, Bloomberg

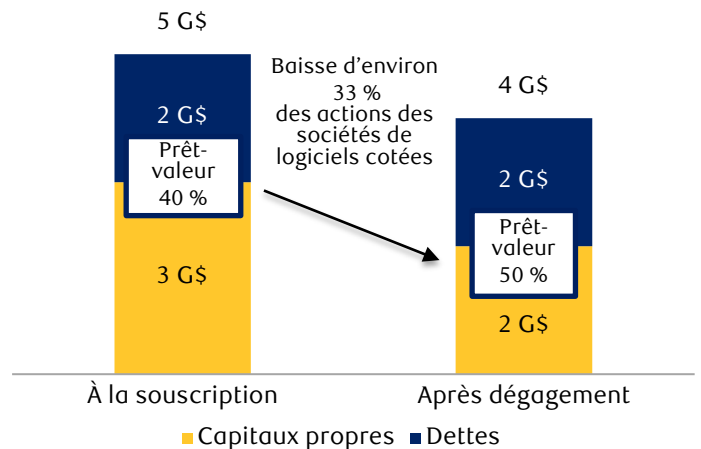
C'est probablement une erreur de mettre toutes les sociétés de logiciels dans le même panier, car certaines s'en tireront mieux que d'autres. Nous croyons que celles qui s'en tireront le mieux seront celles qui seront capables d'utiliser l'IA pour améliorer la proposition de valeur qu'elles offrent aux clients, et celles qui souffriront le plus seront celles à risque de perdre leur position d'intermédiaire auprès des clients au profit de l'IA. De plus, il existe diverses issues possibles pour les sociétés dont les activités sont perturbées par l'IA, et nous pensons que la baisse de la valorisation de l'action d'une société toujours viable n'est pas nécessairement une mauvaise chose pour un prêteur.

Il est important de noter que les prêts privés aux sociétés de logiciels ont tendance à afficher un faible ratio prêt-valeur (environ 40 %), ce qui signifie qu'il existe un important coussin de capitaux propres pour protéger la valeur des prêts. Le genre de recul observé dans la valorisation des actions des sociétés de logiciels cotées pourrait faire grimper le ratio prêt-valeur (environ 50 %), mais pas nécessairement se traduire par une augmentation des défauts de paiement ou par une plus forte dépréciation des prêts. Les actionnaires sont les plus à risque, donc, il est probable que les pertes se refléteront d'abord et en plus grande partie sur le cours des actions.

Ce coussin de capitaux propres atténue les pertes des prêteurs dans un monde où l'écart entre les gagnants et les perdants est de plus en plus marqué. Toutefois,

## Un important coussin des capitaux propres contribue à protéger la valeur des prêts

Illustration des répercussions du dégageant qui a touché les actions des sociétés de logiciels



Source : RBC Gestion de patrimoine

l'asymétrie des rendements favorise moins les investisseurs obligataires que les actionnaires. Dans le meilleur des cas, les investisseurs obligataires obtiennent le remboursement du capital en plus du paiement du coupon, tandis que les actions bénéficient d'un potentiel de hausse sans limites, ce qui signifie qu'un investissement très performant peut compenser de nombreux investissements perdants.

Dans un contexte perturbé par l'IA, nous croyons que les gestionnaires qui ont fait leurs preuves et qui disposent de processus de gestion du risque éprouvés sont mieux placés pour réussir. Nous préférons les gestionnaires d'investissements qui ont enregistré de faibles pertes sur créances sur plusieurs cycles, en réduisant les défauts de paiement et en maximisant le recouvrement en cas de défaut de paiement.

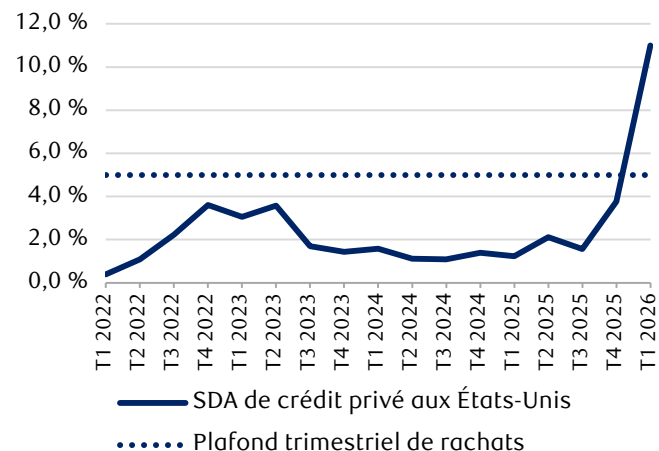
## L'essoufflement de l'enthousiasme pour le crédit privé a réduit les flux de capitaux des fonds

La forte augmentation des demandes de rachat entraînera probablement des sorties de fonds nettes

Les rachats des fonds de crédit privé semi-liquides ont augmenté à la fin de 2025 et cette tendance s'est maintenue au premier trimestre de 2026, dépassant le plafond trimestriel des fonds, fixé habituellement à 5 % de la valeur liquidative. La plupart des fonds ont appliqué leur limite de rachat, ce qui, selon nous, est une approche raisonnable pour tenter d'équilibrer les intérêts de tous les investisseurs et d'atténuer le risque de devoir vendre en catastrophe les investissements du portefeuille. Les quelques gestionnaires qui ont dépassé la limite de rachat et satisfait à la totalité des demandes de rachat ont injecté des capitaux provenant de la société ou des employés pour combler l'écart. Nous applaudissons l'alignement des intérêts que cela démontre, mais nous ne nous attendons pas à ce que cette solution soit une source récurrente de liquidités pour financer les rachats. Les nouvelles souscriptions ont considérablement diminué au début de 2026, ce qui fait que la plupart des fonds de la catégorie ont enregistré des sorties de capitaux nettes – et, dans de nombreux cas, pour la première fois. Le plus grand fonds du segment a enregistré des nouvelles souscriptions

## Au premier trimestre de 2026, la limite de rachat a été mise en application, car les demandes ont dépassé le plafond défini

Rachats d'unités de fonds de crédit privé (% de la VL)



Sources : Cliffwater et Robert A. Stanger & Co.

totalisant environ 2 milliards de dollars et des demandes de rachats totalisant environ 4 milliards de dollars au premier trimestre de 2026 (la valeur liquidative du fonds s'élève à près de 50 milliards de dollars).

Nous croyons que les préoccupations concernant l'exposition aux sociétés de logiciels, la baisse du rendement, y compris la dispersion croissante du rendement du crédit, l'actualité négative et le dégageant qui a touché les fonds de crédit privé cotés en bourse contribuent à l'augmentation des rachats.

### Les limites de rachat ont une raison d'être

Les limites de rachat visent à équilibrer les intérêts de tous les investisseurs du fonds, à la fois ceux qui souhaitent liquider leurs unités et ceux qui souhaitent les conserver. Étant donné que les investissements sous-jacents sont moins liquides, les limites de rachat contribuent à atténuer le risque que les gestionnaires doivent rapidement vendre des actifs pour faire face aux rachats. Le fait de ne pas satisfaire la totalité des demandes de rachats lorsque celles-ci dépassent la limite définie n'est pas un scandale, et les investisseurs des fonds à capital variable du marché privé doivent s'attendre à ce que les rachats soient effectués au prorata. Les fonds immobiliers américains ont effectué des rachats au prorata, de la fin de 2022 à 2024.

### L'autoliquidation des portefeuilles de prêts est un atout

Parmi les diverses catégories d'actif des marchés privés (p. ex., capital-investissement, immobilier, infrastructures et crédit privé), nous croyons que le crédit privé est probablement le mieux placé pour financer les distributions et les rachats des investisseurs, en raison de la liquidité naturelle du portefeuille de prêts. Les prêts de crédit privé sont habituellement octroyés pour une durée de cinq à sept ans, mais leur durée réelle moyenne est plus courte, de trois à quatre ans, car ils sont souvent refinancés avant l'échéance. Cliffwater estime que les liquidités provenant des prêts arrivant à échéance, des remboursements anticipés et des ventes ont représenté environ 3,5 % à 7,0 % des portefeuilles par trimestre au cours des trois dernières années. De plus, ces sources de liquidité peuvent,

dans certains cas, être suffisantes pour permettre aux gestionnaires de racheter les unités des investisseurs à concurrence de 5 % de la valeur liquidative, sans dépendre des nouvelles souscriptions ou devoir recourir à de nouveaux emprunts. À notre avis, une grande partie des intérêts versés en espèces aux prêteurs privés est probablement utilisée pour verser les distributions aux investisseurs, et cela n'est donc pas pris en compte dans l'analyse ci-dessus.

### Attention aux engagements non financés

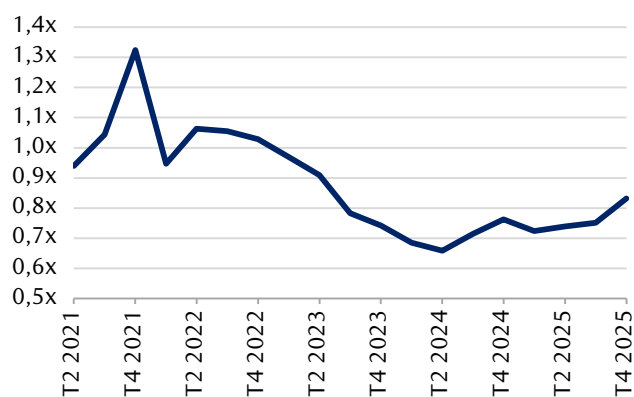
Les prêteurs privés offrent souvent aux emprunteurs des facilités de crédit renouvelables (comme une marge de crédit) et des prêts à terme à avance différée qui permettent aux emprunteurs d'utiliser les fonds à une date ultérieure. Nous surveillons ces obligations de financement, car elles réduisent les liquidités disponibles.

### L'effet de levier des fonds se situe généralement dans la partie inférieure de la fourchette

Les investisseurs devraient être rassurés par le désendettement qui a eu lieu dans la plupart des fonds du segment depuis 2022. De nombreux fonds exercent leurs activités avec un ratio d'endettement inférieur à sa cible, ce qui signifie qu'ils bénéficient d'une capacité d'emprunt potentiellement plus grande pour satisfaire les besoins de liquidité à court terme. À notre avis, les gestionnaires de fonds qui disposent de sources de financement plus stables et plus diversifiées peuvent compter sur cette capacité d'emprunt en période difficile sur les marchés, lorsque les prêteurs sont plus réticents.

### Le levier utilisé par les fonds a considérablement diminué après avoir atteint un sommet en 2021

Levier des fonds de crédit privé CDLI – Perpetual (ratio dette/capitaux propres)



Source : Cliffwater

### Solution de dépannage

De nombreux fonds de crédit privé semi-liquides ont un volet liquidité composé principalement de titres de créance dont la notation est inférieure à « catégorie investissement ». Étant donné que les marchés publics du crédit sont raisonnablement liquides, il s'agit d'une source viable de liquidité. Dans des conjonctures comme celles de 2008, 2016 ou 2020, ces prêts se négociaient avec un escompte marqué et auraient été une source de liquidité moins fiable.

### Aspect positif

Nous croyons qu'un rééquilibrage des flux de capitaux pourrait être une bonne chose à long terme pour cette catégorie d'actif. La forte mobilisation de capitaux de 2023 à 2025, conjuguée à la baisse des transactions depuis le sommet atteint en 2021-2022, a probablement contribué au resserrement graduel des écarts de taux. Selon nous, la diminution actuelle de l'offre de capitaux, à laquelle s'ajoute un possible rebond de la demande de financement des fusions et acquisitions, pourrait mieux positionner les prêteurs privés pour négocier des écarts de taux plus élevés dans le cadre des nouvelles opérations, ce qui améliorera le rendement prévisionnel.

Nous croyons que les gestionnaires les moins endettés qui ont été en mesure de vendre leurs titres de créances cotés en bourse sont les mieux placés pour effectuer les rachats trimestriels pouvant aller jusqu'à 5 %, qu'ils se sont engagés à faire auprès des investisseurs, tout en étant positionnés pour tirer profit des occasions de déployer des capitaux pour des investissements au rendement plus intéressant.

### Occasion potentielle offerte par les fonds de crédit privé cotés en bourse

Les fonds de crédit privé cotés en bourse ont reculé de près de 15 % au cours de la dernière année et se négocient en moyenne avec une décote d'environ 20 % par rapport à leur valeur liquidative, ce qui pourrait constituer un point d'entrée intéressant pour les investisseurs opportunistes en mesure de supporter une volatilité semblable à celle des actions (graphique ci-dessous).

Selon Cliffwater, les fonds de crédit privé cotés en bourse se sont historiquement négociés sous leur valeur liquidative (décote moyenne d'environ 5 % par rapport à la valeur liquidative au cours des dix dernières années). Nous croyons que ces fonds facturent en moyenne près de 150 pb de frais et charges de plus que les fonds privés semi-liquides évalués à la valeur liquidative. Par conséquent, les investisseurs pourraient vouloir une décote par rapport à la valeur liquidative suffisamment élevée pour compenser ces frais.

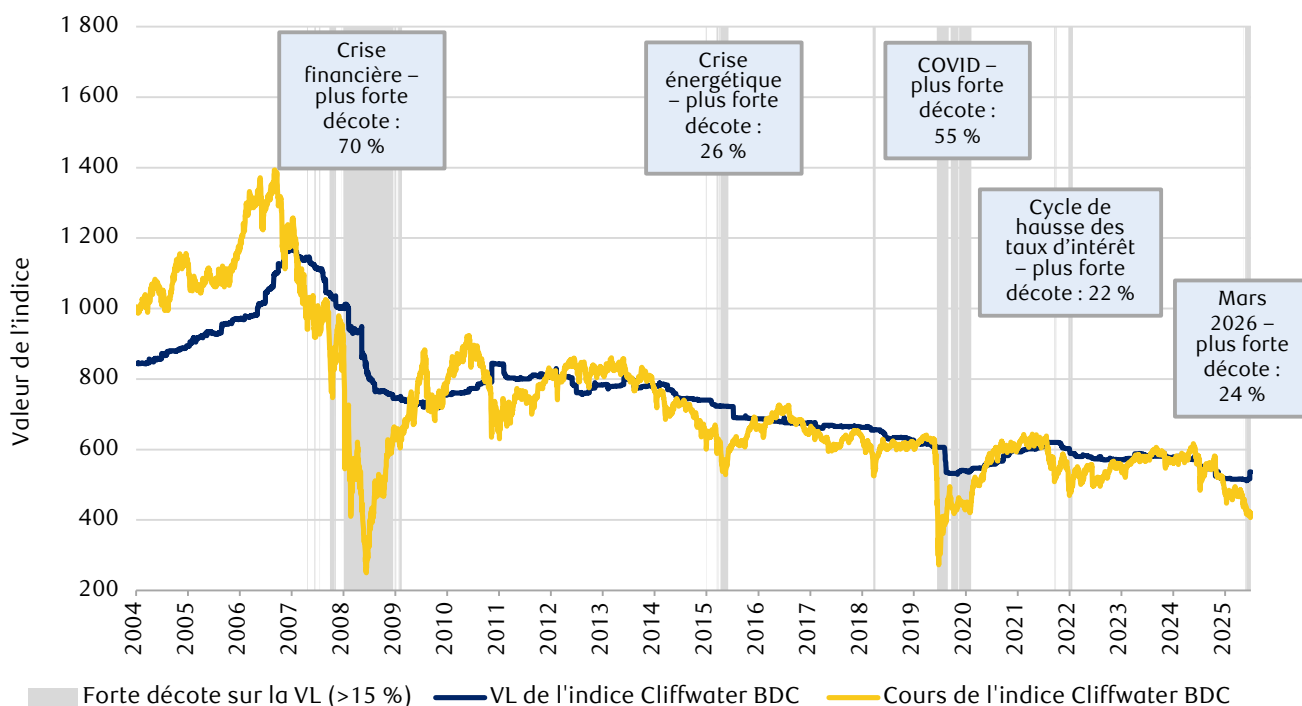
### Problème public pour le crédit privé

L'importante décote par rapport à la valeur liquidative des fonds de crédit privé cotés en bourse peut réduire l'attrait des fonds privés évalués à la valeur liquidative, surtout lorsque les gestionnaires proposent à la fois un instrument coté en bourse et un instrument privé qui ont des portefeuilles très semblables. Même si les fonds de crédit privé cotés en bourse peuvent être plus attrayants pour les nouvelles souscriptions, tenter une opération tactique pour obtenir le rachat des unités d'un fonds privé pour acheter la version cotée en bourse est difficile. Les investisseurs devront d'abord obtenir des liquidités d'ailleurs pour acheter des unités du fonds coté en bourse avec une décote, ce qui augmentera leur exposition à la catégorie d'actif jusqu'à ce que le produit du rachat des unités du fonds privé soit reçu. De plus, le produit du rachat n'est pas connu à l'avance. À l'inverse, un investisseur qui attend le produit du rachat de ses unités risque de voir disparaître la décote sur les produits cotés en bourse.

La décote plus importante sur la valeur liquidative des fonds cotés en bourse s'explique en partie par le fait que ces

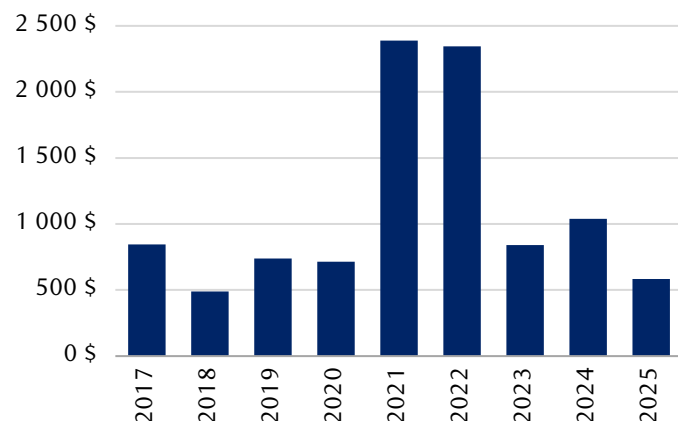
## Les fonds de crédit privé cotés en bourse se négocient avec une importante décote par rapport à leur valeur liquidative

Comparaison des prix du marché et de la valeur liquidative



## Prêts à intérêts non comptabilisés en 2025, par année d'émission

Valeur au coût, M\$ US



Source : Cliffwater

instruments ont en moyenne des portefeuilles dont la qualité du crédit est inférieure à celle de l'ensemble du marché. Le taux des prêts à intérêts non comptabilisés ou en défaut de paiement des fonds cotés en bourse est de près de 2 % à 3 %, soit environ deux fois plus que pour l'ensemble du marché. Contrairement à un grand nombre de fonds privés semi-liquides qui ont mobilisé et déployé la majeure partie de leurs capitaux au cours des deux ou trois dernières années, les fonds cotés en bourse n'émettent pas régulièrement d'actions. Par conséquent, ils sont relativement plus exposés aux prêts souscrits pendant la période de faibles taux d'intérêt de 2021 et au début de 2022 – des prêts qui semblent présenter un plus grand risque de crédit (graphique ci-dessus).

## Auteurs

### Radu Dragomir, CFA

Vice-président, analyste principal, Placements alternatifs  
radu.dragomir@rbc.com; RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

### Mikhial Pasic, CFA

Vice-président, Placements alternatifs  
mikhial.pasic@rbccm.com; RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

## Déclarations et déni de responsabilité

Les renseignements contenus dans le présent rapport ont été préparés par RBC Dominion valeurs mobilières Inc. (« RBC DVM ») à partir de sources jugées fiables; toutefois, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite par RBC DVM ou par toute autre personne quant à l'exactitude ou à l'intégralité de ces renseignements. Les opinions et les estimations contenues dans ce rapport représentent le jugement de RBC DVM en date du présent rapport et peuvent être modifiées sans préavis; elles sont présentées de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Les rendements passés pourraient ne pas se reproduire. Les renseignements fournis ne visent qu'à illustrer certains rendements historiques et n'ont pas pour but de présenter les valeurs ou les rendements futurs.

Ce rapport ne constitue pas une offre de vente non plus que la sollicitation d'une offre d'achat de titres. Il ne constitue pas non plus, et ne peut en aucun cas constituer, une invitation à agir en qualité de courtier en valeurs mobilières dans un territoire où des activités de courtier en valeurs mobilières ne sont pas permises. Ce document

Un autre inconvénient des fonds de crédit privé cotés en bourse est qu'ils sont en général plus petits (souvent d'une taille inférieure à 5 G\$ US) et ne sont pas très liquides (le volume des échanges est souvent inférieur à 20 M\$ US par jour). Il peut donc être difficile pour des investisseurs disposant de sommes importantes d'établir et de gérer une position. Toutefois, l'investissement tactique dans les fonds cotés en bourse gérés par d'excellents gestionnaires et qui se négocient avec une décote importante par rapport à la valeur liquidative qui ne reflète par leurs fondamentaux peut être une approche intéressante pour investir dans ce segment actuellement.

## Un dernier mot sur la situation globale

Même si le crédit privé rencontre des difficultés à court terme découlant de la baisse du rendement, des préoccupations liées à l'IA et des pressions liées aux rachats, nous continuons de considérer le crédit privé comme un outil pratique de production de revenu. Les mesures du crédit, bien qu'elles se détériorent légèrement, demeurent raisonnables, les défauts de paiement, les prêts non productifs et les pertes sur créances étant légèrement inférieures à leur moyenne historique. Le crédit privé est une catégorie d'actif relativement bien positionnée pour gérer un volume de rachats élevé, même si nous nous attendons à ce que les gestionnaires appliquent la limite de rachat prédéfinie pour protéger les investisseurs qui conservent leurs unités.

À notre avis, la période actuelle favorise les gestionnaires plus prudents dans l'octroi des prêts et dans l'utilisation de l'effet de levier, car ils sont en meilleure position pour tirer parti des occasions de déployer du capital alors que d'autres se retirent. Nous croyons que c'est lors de périodes difficiles comme celle-ci que les gestionnaires judicieux peuvent se démarquer et qu'une sélection prudente des gestionnaires est récompensée.

a été préparé pour être distribué aux conseillers en placement, il ne porte pas sur des situations particulières ou les besoins d'une personne en particulier pouvant y avoir accès, et ne constitue pas des conseils à une personne en particulier. Une stratégie de placement particulière doit être évaluée en fonction de sa convenance au regard de l'investisseur en question, de ses objectifs de placement et de sa tolérance au risque. Pour cette raison, nous recommandons aux lecteurs de discuter du contenu du présent rapport avec un conseiller en placement de RBC DVM ou un autre professionnel en placement avant de prendre toute décision de placement fondée sur ce document. RBC DVM et ses sociétés affiliées peuvent avoir une relation de banque d'investissement ou d'autres liens avec quelques-uns ou la totalité des émetteurs mentionnés dans les présentes et peuvent négocier les titres mentionnés dans les présentes, soit pour leur propre compte ou pour le compte de leurs clients. RBC DVM et ses sociétés affiliées peuvent également émettre des options sur les titres mentionnés dans les présentes et peuvent négocier les options émises par d'autres. Par conséquent, RBC DVM ou ses sociétés affiliées peuvent en tout temps avoir une position acheteur ou vendeur dans ces titres ou dans des options sur ces titres. Ni RBC DVM, ni ses sociétés affiliées, ni toute autre personne n'acceptent en aucun cas la responsabilité de toute perte directe ou subséquente découlant de toute utilisation du présent rapport ou des informations qu'il contient. Le présent document ne peut être reproduit, distribué ou publié par un destinataire des présentes à quelque fin que ce soit.

RBC Dominion valeurs mobilières Inc.\* et Banque Royale du Canada sont des entités juridiques distinctes et affiliées. \* Membre du Fonds canadien de protection des investisseurs. RBC Dominion valeurs mobilières Inc. est une société membre de RBC Gestion de patrimoine, division opérationnelle de Banque Royale du Canada. ®/™ Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisées sous licence. © RBC Dominion valeurs mobilières 2026. Tous droits réservés.