

INSTITUTIONNEL

L'INVESTISSEMENT EFFICACE SUR LE PLAN DU CAPITAL POUR LES ASSUREURS DE DOMMAGES

Mars 2021

Michael Cook, CFA
 Vice-président, Relations avec la clientèle et
 gestionnaire de portefeuilles d'IGP de clients

Avec la participation de :
 Kevin Minas, CFA
 Gestionnaire de portefeuille de clients

Gaurav Dhiman, CFA
 Gestionnaire de portefeuille,
 Titres mondiaux à revenu fixe

Sommaire

Le contexte de placement actuel représente un défi pour toutes les sociétés d'assurance de dommages et, puisque l'on s'attend à ce que les taux demeurent bas pendant encore un certain temps, le moment est bien choisi pour que ces sociétés s'assurent de disposer d'un cadre de placement qui permettra de les guider, non seulement pendant cette période, mais dans toute conjoncture de marché.

Faire un choix entre des taux d'intérêt peu élevés et des écarts de taux serrés s'apparente à être coincé entre l'arbre et l'écorce; ajoutons à cela l'environnement réglementé, et la situation devient encore plus difficile.

Dans cet article, nous examinerons ce que les sociétés d'assurance de dommages font avec leurs portefeuilles, la façon dont l'adoption d'un « budget de risque » peut permettre d'améliorer les décisions de placement et certains des outils de placement disponibles.

Comme chaque assureur a une tolérance au risque, des objectifs et des capacités qui lui sont propres, il n'y a pas de solution miracle pour concevoir une stratégie de placement. Notre objectif est de les aider à comprendre les compromis entre le rendement attendu, la répartition du portefeuille et les exigences de capital.

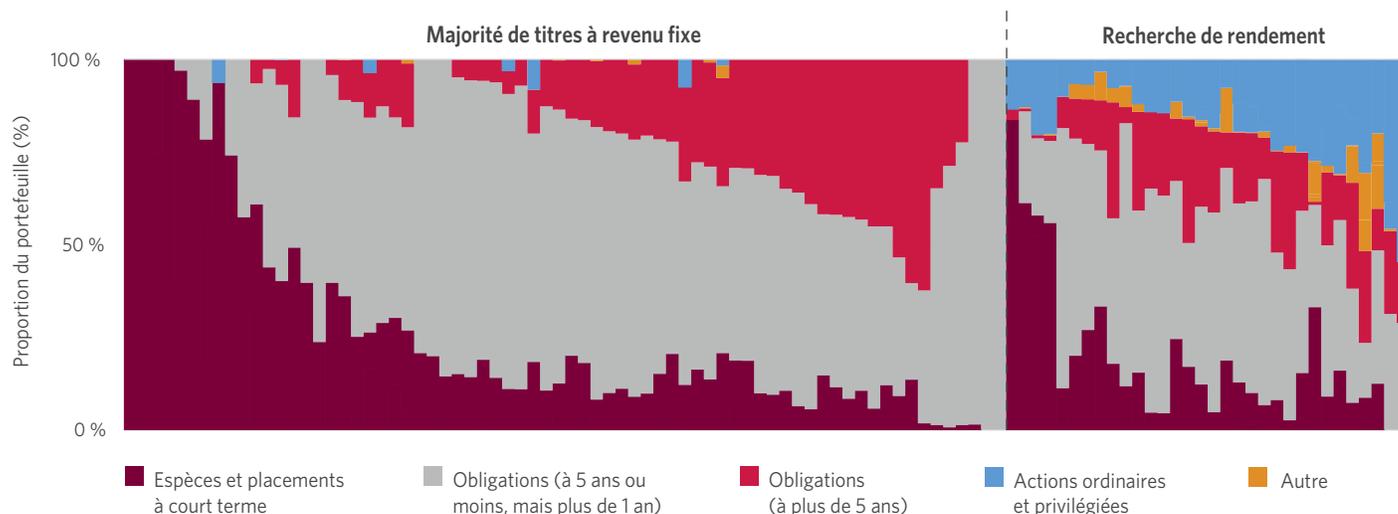
Contexte des sociétés canadiennes d'assurance de dommages

En analysant un sous-ensemble d'assureurs au moyen des données les plus récentes du BSIF (T3 2020), nous obtenons un aperçu des placements des assureurs de dommages, ainsi que de la répartition du risque de leurs portefeuilles. Après avoir filtré les résultats en fonction de la taille minimale des portefeuilles de placement et d'assurance, puis regroupé les filiales, nous avons réparti les 102 entités déclarantes restantes en deux groupes :

- **Majorité de titres à revenu fixe** : Sociétés dont la pondération en titres à revenu fixe et en liquidités est supérieure à 90 % (70 sociétés)
- **Recherche de rendement** : Sociétés dont la pondération en actions ordinaires, en actions privilégiées, en prêts et autres est supérieure à 10 % (32 sociétés)

Sans en savoir plus sur la situation particulière de chaque société, les conclusions qu'il est possible de tirer sont limitées. Toutefois, nous pouvons observer une grande diversification parmi les sociétés d'assurance de dommages en ce qui a trait à la répartition de leurs actifs (graphique 1).

Graphique 1 - Répartition des portefeuilles d'assureurs de dommages (T3 2020)



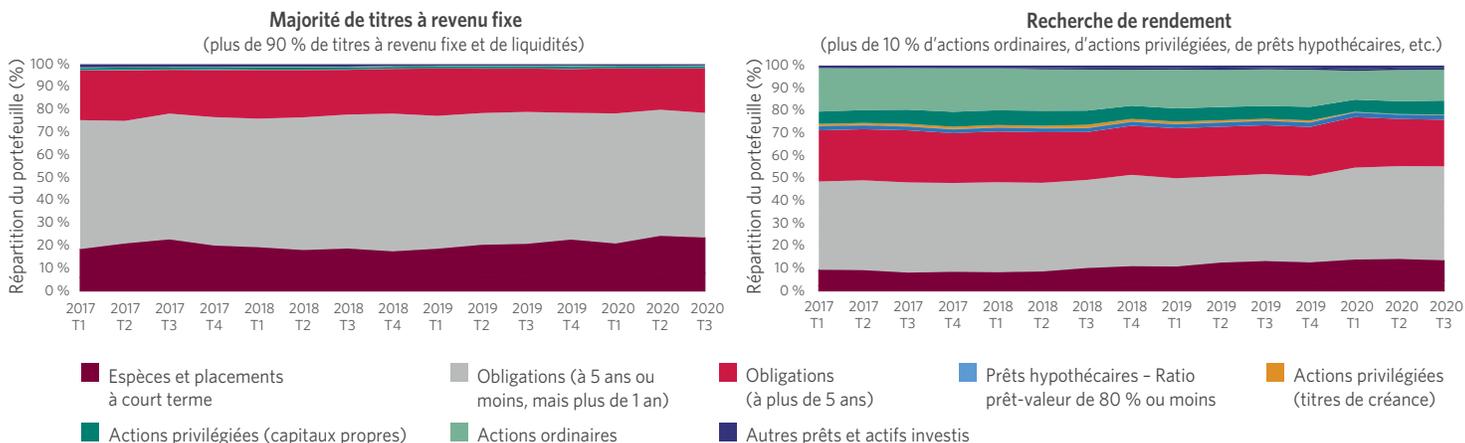
Sources : BSIF et Gestion d'actifs CIBC. Au 30 septembre 2020.

Profils de placement des sociétés d'assurance de dommages

Dans le cas des sociétés détenant une majorité de titres à revenu fixe, 78 % du total des actifs est investi dans des titres assortis d'une échéance de 5 ans ou moins ou dans des liquidités, soit les types de placements dont les taux de rendement ont enregistré la plus forte baisse (graphique 2a).

Les sociétés dont plus de 10 % des actifs sont investis dans des actifs axés sur la recherche d'un rendement affichent une pondération moindre en titres à revenu fixe à court terme (graphique 2b), mais les liquidités et les obligations arrivant à échéance dans 5 ans ou moins représentent maintenant plus de la moitié de leurs placements (55 % contre 48 % au T1 2017).

Graphiques 2a et 2b – Répartition au fil du temps



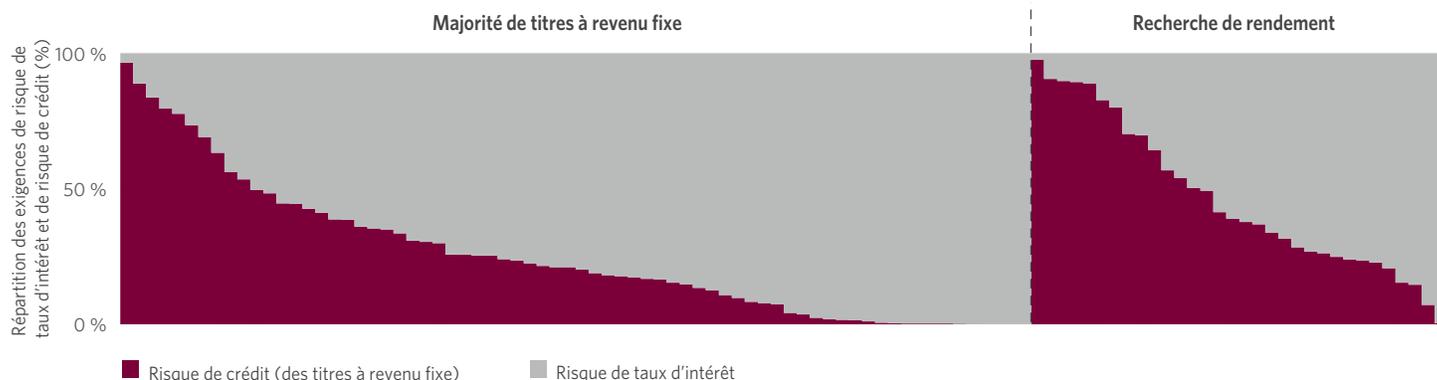
Sources : BSIF et Gestion d'actifs CIBC. Au 30 septembre 2020.

Profils de risque de placement

Les décisions de placement en titres à revenu fixe peuvent influencer sur les exigences de capital et de marge de deux façons : en modifiant la durée de l'actif, ce qui accroît la disparité entre la durée en dollars de l'actif et du passif (exigence de capital/marge liée au risque de taux d'intérêt), et en entraînant une exigence de capital/marge pour investir dans des titres de crédit (exigence de capital/marge liée risque de crédit). Les assureurs peuvent utiliser différents leviers pour ajuster les exigences de capital et de marge tout en ciblant différents rendements attendus.

Comment les assureurs dépensent-ils leurs « exigences de capital/marge » au moyen de la répartition des placements? Le graphique 3 présente l'importance relative des exigences de capital et de marge du risque de crédit associé aux placements en titres à revenu fixe (c.-à-d. à l'exclusion des actions privilégiées, des prêts hypothécaires, des créances impayées, etc.) et le risque de taux d'intérêt global découlant de la disparité en matière de durée en dollars par rapport aux passifs sensibles aux taux d'intérêt.

Graphique 3 – Répartition du budget de risque entre les exigences de risque de taux d'intérêt et de risque de crédit des titres à revenu fixe



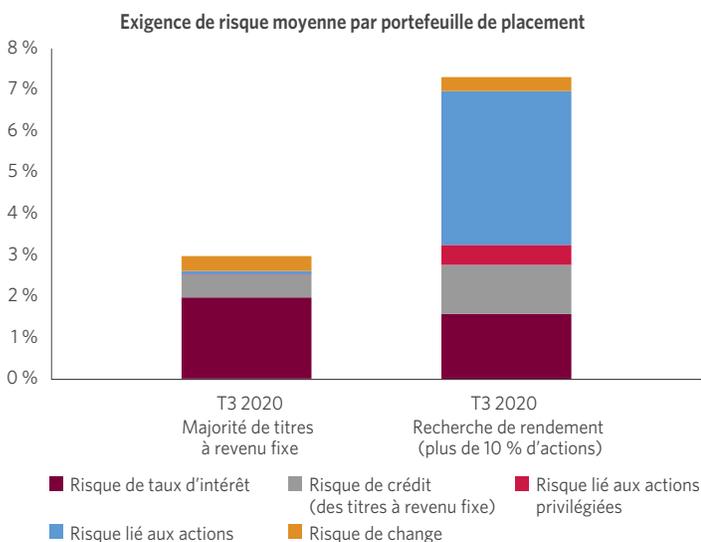
Sources : BSIF et Gestion d'actifs CIBC. Au 30 septembre 2020.

Nous observons une conséquence intéressante de la façon dont les portefeuilles d'actifs sont investis : les sociétés qui investissent principalement dans les titres à revenu fixe consacrent une plus grande part de leurs exigences de capital et de marge au risque de taux d'intérêt plutôt qu'au risque de crédit (attribuable aux titres à revenu fixe). Toutefois, les grandes sociétés ont tendance à dépenser davantage en exigences de risque de crédit que les petites.

Les sociétés qui investissent au moins 10 % de leur portefeuille dans des actifs axés sur la recherche de rendement ont en moyenne une part presque égale d'exigences de risque de capital et de marge pour la disparité du risque de crédit (attribuable aux titres à revenu fixe) et du risque de taux d'intérêt.

Bien que cela soit en partie attribuable à la durée en dollars plus courte associée au fait d'investir dans certains actifs axés sur la recherche de rendement (p. ex., les actions ordinaires), le graphique 4 montre que les exigences de risque de crédit (attribuable aux titres à revenu fixe) demeurent beaucoup plus élevées, en pourcentage du portefeuille de placement total, pour le groupe à la recherche de rendement.

Graphique 4 – Exigence de risque en pourcentage du portefeuille de placement



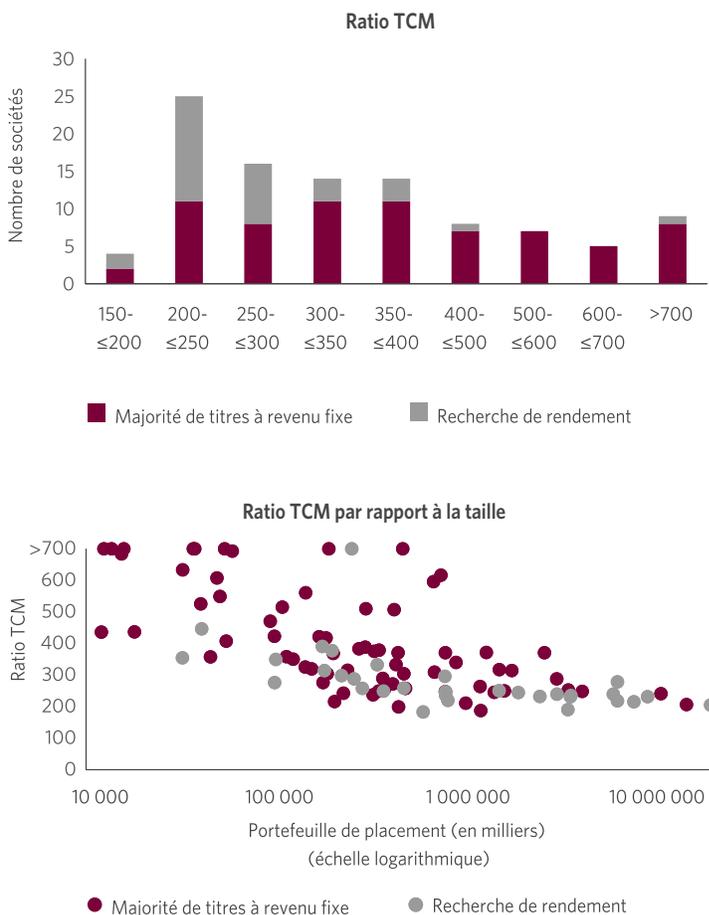
Source: OSFI, CIBC Asset Management. As at September 30, 2020.

Ratios du capital

Malgré que le ratio du test du capital minimal (TCM) soit de 150 % pour tous les assureurs de dommages, nous observons une grande variété dans le secteur et les ratios TCM sont répartis de façon assez uniforme entre 200 % et 500 %. De plus, environ un assureur sur cinq avait un ratio du capital de plus de 500 % au T3 2020 (graphique 5a).

Les grandes sociétés et celles qui investissent dans des actifs axés sur la recherche de rendement affichent des ratios plus faibles, car elles investissent davantage dans les titres de crédit, augmentent les exigences de capital et de marge par l'intermédiaire de catégories d'actif axées sur la recherche de rendement ou distribuent des capitaux excédentaires aux actionnaires (graphique 5b).

Graphiques 5a et 5b – Ratios TCM au T3 2020



Sources: BSIF et Gestion d'actifs CIBC. Au 30 septembre 2020.

Marchés des titres à revenu fixe

Taux de rendement et rendement attendu

Ratios du capital Il existe une différence importante entre le **taux de rendement** et le **rendement attendu**. Le taux de rendement est plus couramment utilisé et correspond à ce que rapporterait un titre si son taux de rendement demeurait le même sur un an (c.-à-d. que la courbe des taux est aplatie). Le rendement attendu correspond à ce que rapporterait un titre sur un an si rien d'autre ne change, y compris l'évolution de l'accroissement de la courbe des taux.

La différence entre le taux de rendement et le rendement attendu dépend à la fois de l'amplitude de l'évolution de la courbe des taux et de la durée du titre. Lorsque la courbe des taux est aplatie ou que la durée est courte, le taux de rendement et le rendement attendu peuvent être très similaires. Toutefois, lorsque la courbe des taux d'intérêt est accentuée à moyen terme, il peut y avoir un écart important, et le fait de se fier au taux de rendement plutôt qu'au rendement attendu peut sous-estimer les avantages d'investir dans des obligations à moyen terme. Lorsque nous prenons des décisions de placement, nous nous concentrons toujours sur le rendement attendu et nous faisons la distinction entre le taux de rendement et le rendement attendu dans nos communications.

Trousse de placement et exigences de capital

Les **obligations fédérales** offrent le rendement attendu le plus faible et sont presque aussi liquides que la plupart des obligations provinciales. Toutes choses étant égales par ailleurs, les obligations fédérales offrent moins de protection contre la hausse des taux d'intérêt en raison de l'absence d'écart de taux, qui permettent de procurer un rendement additionnel et de diversifier le risque.

Les **obligations provinciales** procurent un taux de rendement additionnel grâce aux écarts de taux, sans créer d'exigences de risque de crédit. Ce sont de puissants outils dans la trousse de placement de toute société d'assurance de dommages. Un portefeuille d'obligations provinciales bien constitué est aussi extrêmement liquide. Par conséquent, même les investisseurs sensibles à la liquidité pourraient envisager d'utiliser ces obligations pour remplacer les obligations fédérales.

Les **obligations municipales** sont assorties de la même exigence de risque de crédit que les obligations de sociétés de notation similaire (sauf pour les émetteurs constitués en société au Québec), mais aux taux de rendement actuels, l'obtention de rendements similaires à ceux des obligations provinciales signifie que les assureurs ne sont pas récompensés pour les exigences de capital supplémentaires engagées pour investir dans ces obligations.

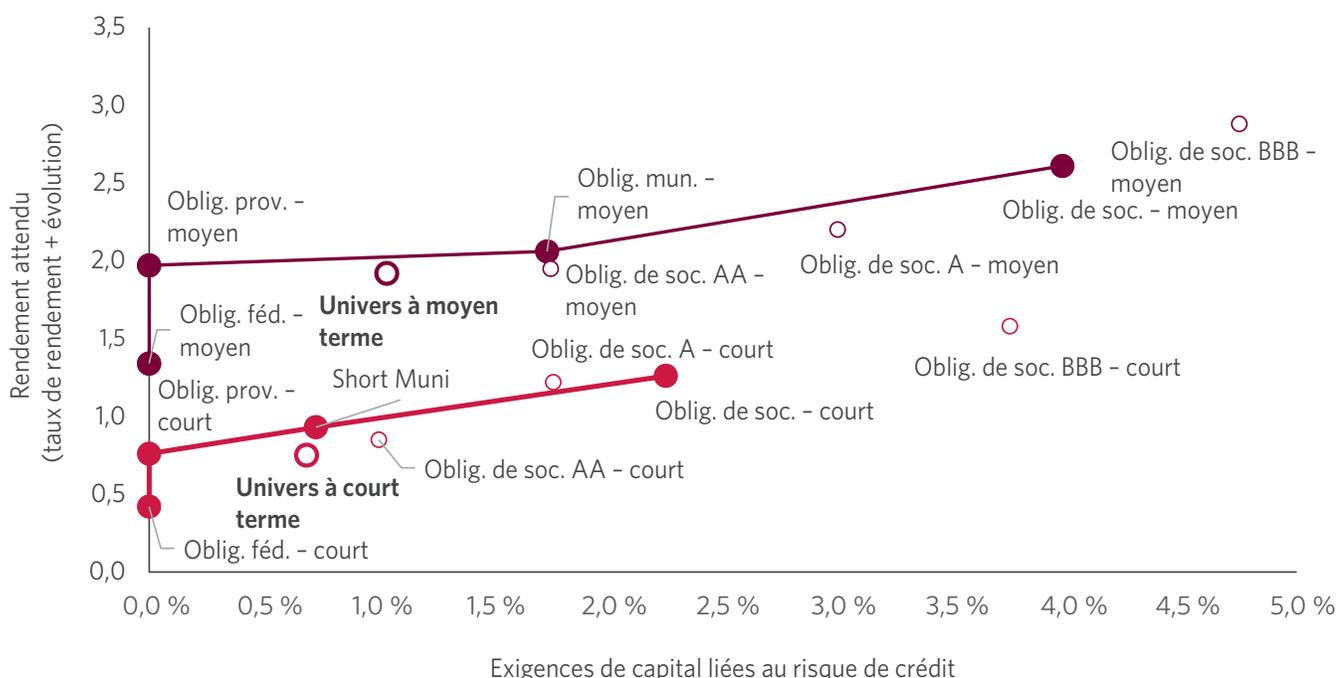
Le taux de rendement plus élevé des **obligations de sociétés** peut justifier leur inclusion dans le portefeuille des assureurs à l'aise avec les risques supplémentaires, mais ce taux supérieur est surtout attribuable aux obligations cotées A ou BBB. En raison de la grande variété des rendements attendus et des exigences de capital, la gestion active des obligations de sociétés peut ajouter beaucoup de valeur en termes d'efficacité du capital, surtout si les gestionnaires peuvent tenir compte des exigences de capital dans leurs critères.

Malgré les exigences de capital accrues liées au risque de crédit, la hausse des taux de rendement des **prêts hypothécaires commerciaux** peut être importante et, dans le cas des fonds à courte durée, cela peut signifier que leur inclusion dans un portefeuille ne donne pas lieu à des exigences de risque de taux d'intérêt supplémentaires. Comme les fonds de prêts hypothécaires commerciaux sont moins liquides que les obligations cotées en bourse, il est probablement préférable d'établir des limites de liquidité précises pour le reste du portefeuille. Il est également important de tenir compte du profil de risque d'assurance des sociétés d'assurance de dommages et de déterminer s'il présente une corrélation avec tout risque potentiel associé à un fonds de prêts hypothécaires commerciaux.

Comme les **actions** ne sont pas sensibles aux taux d'intérêt, les exigences de capital et de marge de 30 % sont compensées par des exigences de risque de taux d'intérêt moins élevées, ce qui peut permettre aux portefeuilles de titres à revenu fixe d'investir dans des obligations à terme légèrement plus long. Si les compagnies d'assurance qui disposent de capitaux excédentaires envisagent de consacrer une partie de leurs exigences en capital à des placements visant à accroître les rendements, elles devraient s'assurer de chercher des moyens d'améliorer les rendements attendus par unité de TCM, au lieu d'investir systématiquement dans des actions.

Les **actions privilégiées** et les **billets de capital à recours limité (BCRL)**¹ peuvent offrir une protection contre la hausse des taux et une faible corrélation avec les portefeuilles de titres à revenu fixe, mais ils peuvent aussi être non liquides et subir des replis semblables à ceux des actions. Il y a aussi de la place pour ces titres au sein d'un portefeuille efficace sur le plan du capital. Par exemple, les rendements attendus d'une action privilégiée cotée P-2 peuvent être comparables à ceux d'une obligation à rendement élevé, mais avec des exigences de capital plus avantageuses et une exposition à des émetteurs de qualité supérieure.

Graphique 6 - Rendements attendus des titres à revenu fixe par rapport aux exigences de capital



Sources : Gestion d'actifs CIBC, FTSE et BSIF. Au 29 janvier 2021.

¹ Pour en savoir plus sur les BCRL, consultez notre rapport de décembre 2020 intitulé « [Billets avec remboursement de capital à recours limité : un nouvel instrument sur le marché obligataire canadien](#) »

En résumé

Malgré la faiblesse historique des taux d'intérêt et les écarts de taux resserrés, il est possible de construire des portefeuilles de titres à revenu fixe de premier ordre qui offrent des rendements attendus raisonnables dans un contexte de contraintes de capital.

Par souci de simplicité, dans nos exemples, nous supposons que les exigences de capital et de marge liés à l'assurance, aux opérations, aux actions et aux titres à revenu fixe sont constantes, quelle que soit la répartition du portefeuille de titres à revenu fixe. Nous appliquons notre cadre de trois façons :

1. En analysant les options de placement sans modifier le ratio TCM courant;
2. En évaluant l'avantage de réduire le ratio TCM (pour ceux qui disposent de capitaux excédentaires);
3. En comprenant les avantages d'une gestion du portefeuille basée sur un budget de risque plutôt que sur des contraintes fixes et les inefficiences des fonds en gestion commune.

Étude de cas 1 - Tirer le maximum du ratio TCM courant

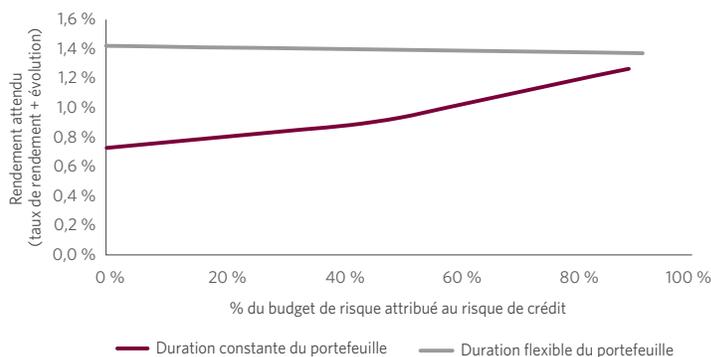
Comme de nombreux assureurs ne sont pas en mesure de réduire leur ratio TCM, ils devraient se concentrer sur la façon de tirer le maximum de leurs portefeuilles de titres à revenu fixe sans créer d'exigences de capital supplémentaires. Ils peuvent se situer à proximité du seuil d'exigence de capital minimum de 150 % ou, à des fins de gestion du risque, à proximité de leur propre cible interne de ratio TCM.

Dans le premier scénario hypothétique, la société A a un ratio TCM de 200 % investi entièrement dans des titres à revenu fixe et des liquidités. Elle est en train d'évaluer comment diverses stratégies de placement passives peuvent être utilisées pour générer différents rendements attendus du portefeuille.

La société A souhaite connaître les options de placement pour deux séries de contraintes :

- **Duration constante du portefeuille :** Une frontière de placement où le portefeuille de titres à revenu fixe (à l'exclusion des liquidités) a une durée maximale de 3,5 ans.
- **Duration flexible du portefeuille :** Une frontière de placement où le portefeuille peut investir dans des titres à revenu fixe dont la durée est plus longue tout en conservant la même exigence de capital globale.

Graphique 7 - Rendements attendus par rapport au risque de crédit et de taux d'intérêt



Sources : Gestion d'actifs CIBC, BSIF et FTSE. Données en date du 29 janvier 2021.

Tous les portefeuilles situés à la frontière, dans le graphique 7, affichent les mêmes exigences de capital et de marge (exigences de risque de crédit + exigences de risque de taux d'intérêt), mais les rendements attendus varient de 0,7 % à 1,4 %. Cela montre que d'autres sources de rendement attendu demeurent, même dans un contexte de contraintes de capital.

La **ligne bourgogne** montre la frontière entre le rendement attendu et les exigences de capital et de marge liées au risque de crédit lorsque le portefeuille de titres à revenu fixe (à l'exclusion des liquidités) a une durée maximale de 3,5 ans. La frontière est en pente ascendante, ce qui montre que lorsqu'une plus grande part de l'actif est attribuée au crédit, les rendements attendus augmentent. Pour maximiser les rendements attendus, la société A investit autant que possible dans un portefeuille d'obligations de sociétés à court terme.

La **ligne grise** montre le rendement global attendu si la société adopte une stratégie « en haltère » (où le portefeuille de titres à revenu fixe peut investir dans des obligations dont la durée est de 5 à 10 ans et dans des liquidités dont la durée est presque nulle). La raison pour laquelle cette stratégie génère autant de rendement additionnel est qu'en plus du taux de rendement supplémentaire offert par les obligations à moyen terme, les investisseurs profitent actuellement de l'effet de l'évolution de la courbe des taux, les obligations à moyen et à long terme voyant leurs taux augmenter.

Il n'est pas recommandé d'adopter une stratégie de placement rigide en fonction de la conjoncture du marché à un moment précis, car ces frontières peuvent changer.

Dans la mesure du possible, nous préférons utiliser un « budget d'exigences de capital » pour gérer les portefeuilles sur des cycles de marché complets. L'objectif est d'assumer des exigences de risque de crédit lorsque le rendement attendu des obligations de sociétés est supérieur au rendement attendu des placements en obligations provinciales et d'assumer des exigences de risque de taux d'intérêt lorsque les courbes sont accentuées et que le rendement attendu des placements en obligations à plus long terme est plus élevé. C'est difficile à faire lorsque la politique de placement fixe des limites strictes quant à la répartition et à la durée des obligations de sociétés.

Étude de cas 2 – Dépenser l'excédent du ratio TCM

Le graphique 5 montre que certains assureurs pourraient être en mesure de tirer davantage de leur portefeuille de placements en investissant dans des actifs qui offrent des rendements attendus plus élevés aux dépens du ratio TCM.

Dans notre deuxième scénario hypothétique, la société B est un assureur dont le ratio TCM est de 345 % et qui investit 90 % de son actif dans un fonds d'obligations à court terme et 10 % en espèces. Elle est prête à investir jusqu'à 10 % dans des prêts hypothécaires commerciaux et jusqu'à 10 % dans des actions, mais désire connaître les conséquences de la réduction de son ratio TCM à un minimum de 195 %. Le rendement attendu des actions est de 6 % et celui des prêts hypothécaires commerciaux, de 3 %, avec une durée de 1,8 an.

L'amélioration initiale du rendement attendu sans modification du ratio TCM (graphique 8) est rendue possible en évitant les catégories d'actif inefficentes, comme les obligations municipales et fédérales, qui font partie de l'univers. C'est ce qui s'est produit dans l'étude de cas précédente, mais la société B envisage de réduire son ratio TCM. Elle constate une amélioration des rendements attendus qui passe initialement par une légère augmentation des exigences de risque de crédit et de taux d'intérêt.

Dans le cas de la société B, il n'est pas nécessaire d'investir dans les actions jusqu'à ce que le ratio TCM soit réduit à près de 250 %, car jusqu'à ce stade, investir dans davantage de titres de crédit ou de titres à plus long terme procure un avantage marginal supérieur à celui d'investir dans des actions, par unité de ratio TCM.

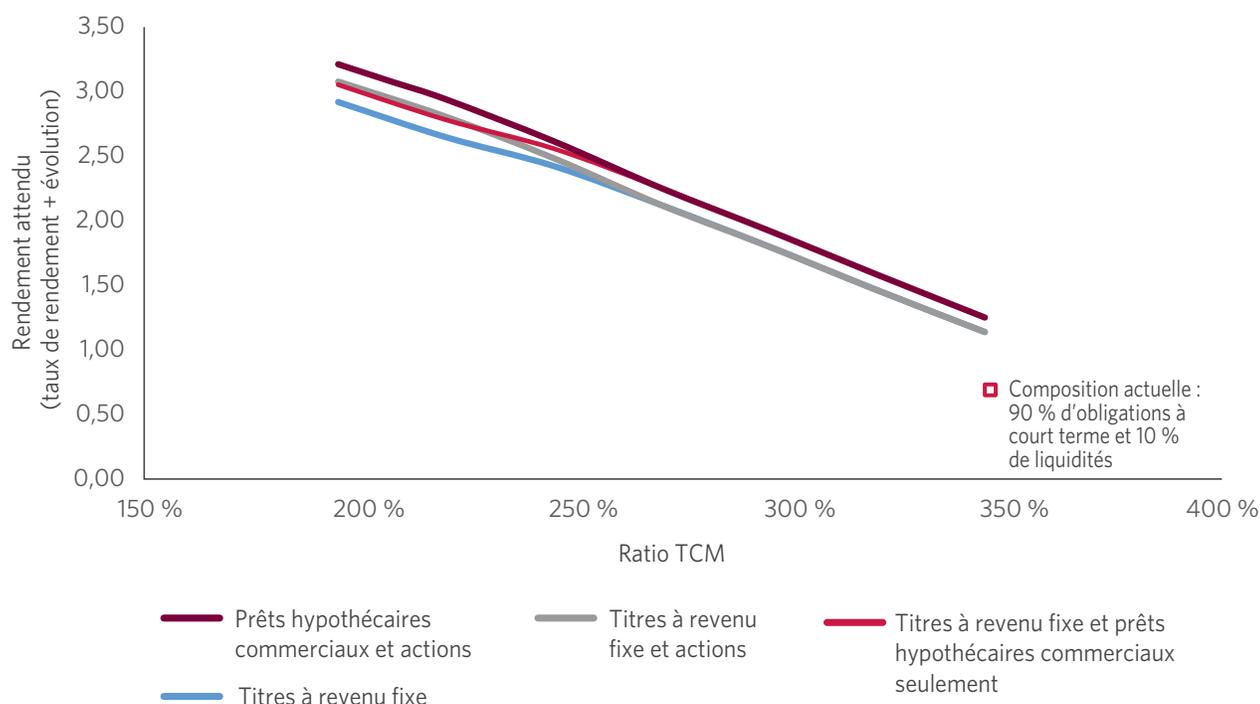
En comprenant les compromis qu'impliquent différentes stratégies, la société B peut déterminer dans quelle mesure elle est prête à réduire son ratio TCM selon les avantages potentiels des différents portefeuilles de placement et inclure n'importe quelle catégorie d'actif. Elle peut aussi prendre d'autres caractéristiques en considération, comme la valeur à risque (VAR) et la corrélation avec le passif (c.-à-d. assure-t-elle principalement un secteur auquel les actifs sont exposés?) avant de prendre une décision de placement finale.

En collaborant avec le gestionnaire de placements et en lui fournissant un budget de risque total, le gestionnaire de portefeuille peut ajuster la durée en dollars et le risque de crédit pour atteindre le ratio TCM cible dans différentes conjonctures de marché.

Accroître l'efficacité du capital en évitant les fonds communs

Les fonds communs sont conçus pour servir une grande variété de clients, dont plusieurs ne sont pas assujettis aux exigences de capital des sociétés d'assurance de dommages. Par conséquent, les gestionnaires de portefeuille ne tiennent pas compte de l'incidence sur les exigences en capital lorsqu'ils prennent des décisions de placement pour des fonds communs. Par exemple, un gestionnaire actif peut être indifférent aux différences entre les perspectives et les rendements attendus d'une obligation municipale et d'une obligation provinciale dont la notation est similaire, même si l'obligation provinciale ne comporte pas d'exigences de capital pour les investisseurs des sociétés d'assurance de dommages. Un fonds d'obligations de sociétés peut investir dans une obligation cotée BBB dont le taux de rendement n'est que légèrement supérieur à celui d'une obligation cotée A, malgré des exigences de capital plus élevées.

Graphique 8 – Rendements attendus en fonction de la réduction du ratio TCM

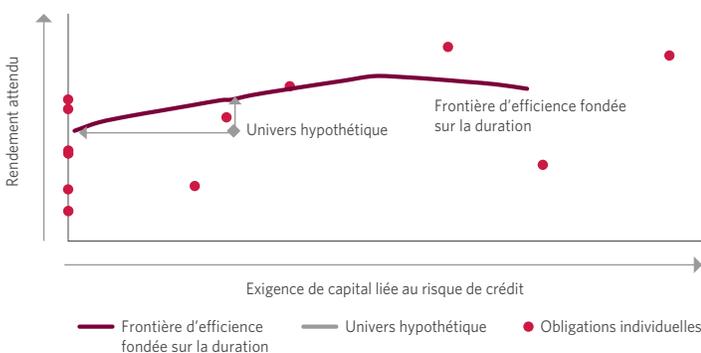


Sources : Gestion d'actifs CIBC, BSIF et FTSE. Au 29 janvier 2021.

Le rendement attendu dans ces différents scénarios peut être assez semblable, de sorte que la plupart des investisseurs pourraient être moins sensibles aux choix de placement, mais les répercussions des exigences de capital et de marge pour les investisseurs des sociétés d'assurance de dommages ne seront pas prises en compte dans les décisions de placement des gestionnaires de portefeuille. Dans ces exemples, le choix de l'obligation municipale ou de l'obligation cotée BBB, qui sont assorties d'exigences de capital plus élevées, pourrait s'avérer inefficace pour les investisseurs des sociétés d'assurance de dommages. Il est toutefois possible de remédier à la situation au moyen d'un compte sous gestion distincte pour les clients qui sont en mesure d'investir de manière à profiter d'un modèle de portefeuille établi, mais personnalisé en fonction de leurs besoins. Pour illustrer cela, imaginons un univers de placement hypothétique composé de seulement 12 obligations équipondérées.

Le graphique 9 montre comment un investisseur pourrait investir dans ces titres (avec une pondération maximale de 30 % par titre) et produire des portefeuilles ayant la même durée, mais disposant de profils améliorés en matière de rendements attendus et d'exigences de capital.

Graphique 9 - Exemple hypothétique - Élimination des inefficiences dans les fonds



Sources : Gestion d'actifs CIBC, BSIF et FTSE. Au 29 janvier 2021.

Une stratégie personnalisée peut permettre de construire des portefeuilles qui sont assortis des mêmes exigences de capital liées au risque de crédit, mais qui offrent des rendements bruts attendus accrus ou de même niveau, tout en éliminant l'exigence de capital en investissant dans des obligations provinciales et fédérales.

Les énoncés de politique de placement (EPP) traditionnels sont caractérisés par des contraintes strictes à l'égard de paramètres comme la durée, le secteur et les notations, qui peuvent entraver la capacité des gestionnaires de portefeuille à exploiter les inefficiences du marché et les poussent à investir soit dans des titres assortis d'une exigence de capital plus élevée qui offrent une rémunération suffisante pour compenser l'exigence, soit dans des titres dont le rendement attendu est moins élevé et pour lesquels les économies réalisées sur le plan de l'exigence de capital l'emportent sur les attentes de rendement réduites.

Les contraintes associées à la politique peuvent et doivent toujours être incluses dans l'EPP, mais, idéalement, elles devraient s'accompagner d'un budget de capital, et ces deux éléments devraient être calibrés ensemble de manière à ce que les objectifs de l'investisseur en ce qui concerne le risque total du portefeuille et l'exigence de capital soient maintenus, tout en offrant une souplesse accrue permettant aux gestionnaires actifs qualifiés de produire de meilleurs résultats pour le portefeuille dans tous les cycles de marché.

Conclusion

La conjoncture de marché actuelle caractérisée par une faiblesse prolongée des taux d'intérêt incite les sociétés d'assurance de dommages à examiner leurs stratégies de placement et à chercher des moyens de tirer davantage parti de leurs actifs dans un contexte marqué par des contraintes de capital.

En adoptant un budget de risque, les sociétés d'assurance de dommages peuvent travailler avec les gestionnaires à l'élaboration d'une stratégie de placement dynamique qui vise à obtenir des rendements attendus en période de difficultés sur les marchés. Les petites sociétés qui ne sont pas en mesure d'investir dans un portefeuille en gestion distincte peuvent quand même constituer un portefeuille de fonds qui vise un équilibre entre les rendements attendus et les exigences de capital de la façon la plus efficace possible.

L'assurance de dommages est un secteur très concurrentiel et la construction d'un portefeuille de placement qui peut résister aux conjonctures de marché difficiles aide à procurer un avantage concurrentiel.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions au sujet de ce rapport ou de tout autre sujet, n'hésitez pas à communiquer avec :

Michael Cook

Vice-président, Relations avec la clientèle et gestionnaire de portefeuilles d'IGP de clients
Gestion d'actifs CIBC
michael1.cook@cibc.com

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Michael Cook, vice-président, Relations avec la clientèle et gestionnaire de portefeuilles d'IGP de clients, et non celles de Gestion d'actifs CIBC inc. Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant agir sur la foi des renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer.

FTSE Global Debt Capital Markets Inc. (« FTDCM »), FTSE International Limited (« FTSE »), le groupe d'entreprises London Stock Exchange (la « Bourse ») ou TSX Inc. (« TSX ») et conjointement avec FTDCM, FTSE et la Bourse, les « concédants de licence ». Les concédants de licence ne donnent aucune garantie et ne font aucune déclaration, expressément ou explicitement, concernant les résultats susceptibles d'être obtenus à la suite de l'utilisation de l'indice des obligations à court terme FTSE et de l'indice des obligations à moyen terme FTSE (les « indices ») et/ou la valeur affichée par lesdits indices à un moment ou un jour donné. L'indice est compilé et calculé par FTDCM et tous les droits sur les valeurs et les composantes de l'indice sont dévolus à FTDCM. Les concédants de licence ne peuvent en aucune manière être tenus responsables (que ce soit par négligence ou toute autre cause) à l'égard de quiconque des éventuelles erreurs touchant l'indice et les concédants de licence ne sont pas tenus d'aviser quiconque dans le cas où l'indice contiendrait de telles erreurs.

« FTSE® » est une marque de commerce de FTSE International Limited et est utilisée sous licence par FTDCM.

Le logo CIBC et « Gestion d'actifs CIBC » sont des marques de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence.

Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC inc. et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.