

INSTITUTIONNEL

CONTEXTE DES PLACEMENTS PRIVÉS AU CANADA



Kevin Minas, CFA,
Associé, gestionnaire
de portefeuilles de clients

Participation de :

Carlo Dilalla, CFA, Vice-président et chef, Gestion de portefeuilles de clients

Les investisseurs institutionnels doivent sans cesse faire face à un univers des placements en changement constant. À Gestion d'actifs CIBC, un des mandats de nos gestionnaires de portefeuilles de clients est de mettre à votre disposition les recherches visant à expliquer certains de ces changements. Le présent document décrit l'évolution de l'indice de référence des titres à revenu fixe, en particulier des structures émettrices qui exigent que l'on repense certaines des restrictions de placement couramment appliquées.

Auparavant, la distinction entre les titres à revenu fixe publics (émetteurs publiant un prospectus) et les émissions de placements privés (émetteurs utilisant une notice d'offre) était plus claire. Une certaine confusion entourait, et entoure peut-être toujours, la nature des placements privés et les risques additionnels, le cas échéant, que les investisseurs doivent assumer lorsqu'ils détiennent des placements privés plutôt que des obligations publiques. Cela porte encore plus à confusion quand le placement privé en question est inclus dans un indice obligataire largement reconnu. Pour certains investisseurs, les placements privés sont intrinsèquement plus risqués que les obligations publiques; alors que pour d'autres, les placements privés semblent impliquer une liquidité réduite, ce qui les préoccupe. En conséquence, les investisseurs institutionnels ont ajouté une restriction sur les placements privés (souvent une pondération maximale de 5 %) pour protéger leurs portefeuilles d'une trop grande exposition à ce type de placement.

Le marché des émetteurs privés a évolué au fil des années. Les émetteurs publics pouvant émettre des obligations publiques ont commencé, dans certains cas, à émettre des obligations par voie de placements privés pour être plus efficaces. Au fil du temps, ce phénomène a complexifié la

restriction imposée par les investisseurs institutionnels aux placements privés, car les émetteurs de qualité supérieure, comme les universités, se sont trouvés piégés par les limites imposées aux placements privés. Aujourd'hui, les indices obligataires publics comprennent jusqu'à 7 % de placements privés, selon la forme d'émission des obligations. Cependant, ces sociétés ne devraient pas être évitées sous prétexte de respecter la philosophie ayant initialement imposé les restrictions sur les placements privés. Certains investisseurs se sont adaptés à ce changement en modifiant leurs restrictions de placement pour autoriser une pondération maximale hors indice. Cette dernière permet de s'assurer que les obligations publiques courantes offertes par voie d'un placement privé et admissibles à une inclusion dans un indice ne sont pas désavantagées par l'évolution du marché des titres à revenu fixe.

Au cours des dernières années, il est devenu de plus en plus courant que les émetteurs d'obligations émettent des titres de placements privés qui finissent par être inclus dans l'univers obligataire des titres à revenu fixe canadiens. Le présent document explique la nature d'un placement privé, les types de documents utilisés et les raisons pour lesquelles les émetteurs peuvent choisir d'utiliser un placement privé plutôt qu'une obligation publique traditionnelle. Nous examinons également l'importance des placements privés dans le marché des obligations publiques canadiennes, le profil de risque d'un placement privé et les répercussions de ces placements dans les portefeuilles des investisseurs.

Avant de passer en revue les statistiques du marché des titres à revenu fixe canadiens en ce qui a trait aux placements privés, voici quelques définitions utiles pour expliquer les différences subtiles des structures.

Qu'est-ce qu'un prospectus?

Chaque province et territoire canadien possède ses propres lois et organismes de réglementation des valeurs mobilières. Pour plus de simplicité, les lois sont généralement identiques sur l'ensemble des territoires de compétence. Dans la majorité des cas, les titres à revenu fixe doivent être offerts au public en vertu d'un prospectus. Le prospectus fournit des renseignements détaillés sur la société émettrice et le titre offert. Ce prospectus est déposé auprès des organismes de réglementation, qui l'examinent, dans chacun des territoires de compétence où ce titre est offert.

Qu'est-ce qu'un placement privé?

Il existe un autre marché accessible sans prospectus. Il s'agit du marché non réglementé où les titres à revenu fixe peuvent être émis en vertu d'une dispense de prospectus. Ces dispenses de prospectus permettent à un émetteur de lever des capitaux en évitant les coûts et les délais associés à la préparation d'un prospectus.

Les titres qui ne sont pas vendus par la voie d'un prospectus sont appelés placements privés. Un placement privé est un moyen de mobiliser des capitaux en vendant des titres à un nombre souvent plus réduit et sélectif d'investisseurs qualifiés. Tous les intervenants du marché ne peuvent pas investir dans les placements privés. Les principaux intervenants du marché comprennent généralement les investisseurs institutionnels, comme les banques, les compagnies d'assurance, les gestionnaires d'actif et les caisses de retraite.

Le processus de distribution de titres par l'intermédiaire d'un placement privé est souvent plus direct. Il est également beaucoup plus économique, comparativement à l'émission d'un prospectus, notamment pour les raisons suivantes :

- Même si le document est déposé, il n'est en général pas révisé par les organismes de réglementation provinciaux.
- Les états financiers trimestriels n'ont pas besoin d'être vérifiés (seuls les états financiers annuels sont vérifiés).
- Les états financiers ne sont communiqués qu'aux parties qui investissent dans les titres; ils ne sont pas rendus publics.
- Si l'émetteur n'est pas un émetteur assujéti au Canada, d'une manière générale, les placements privés ne l'obligent pas à être constamment en conformité avec les règlements et les obligations de publication de l'information financière, mis à part le dépôt des documents liés à l'offre de placement.
- De même l'obligation de traduire les documents d'offre en français ne s'applique normalement pas.

Les placements privés sont généralement offerts par voie d'une notice d'offre.

Qu'est-ce qu'une notice d'offre?

Dans le cadre d'un placement privé, un émetteur peut distribuer ses titres en utilisant la dispense de notice d'offre. La notice d'offre est un document légal, tout comme le prospectus, mais plus court et moins détaillé. Elle doit inclure une description des activités de l'entreprise, ses états financiers actuels, les risques pertinents relatifs à la société et aux titres ainsi que les usages prévus du capital mobilisé. La notice doit être déposée auprès d'un organisme de réglementation; cependant, il est possible de le faire après avoir sollicité les investisseurs.

Les titres émis en vertu d'une notice d'offre sont-ils plus risqués?

Les obligations vendues au moyen d'une notice d'offre sont soumises à un autre processus d'évaluation que les obligations offertes par voie de prospectus. Même si les investisseurs doivent avoir plus de connaissances (ou leurs placeurs pour compte, par exemple les gestionnaires d'actifs agissant pour le compte d'investisseurs), le risque lié au titre sous-jacent n'augmente pas systématiquement. Le risque lié au titre dépend de différents facteurs, y compris la qualité de la gestion de l'entreprise; ses activités, la concurrence et ses capacités à générer des plus de trésorerie ainsi que les clauses financières restrictives de l'obligation. Ces problèmes sont généralement similaires, peu importe le type de titre de créance (public ou privé).

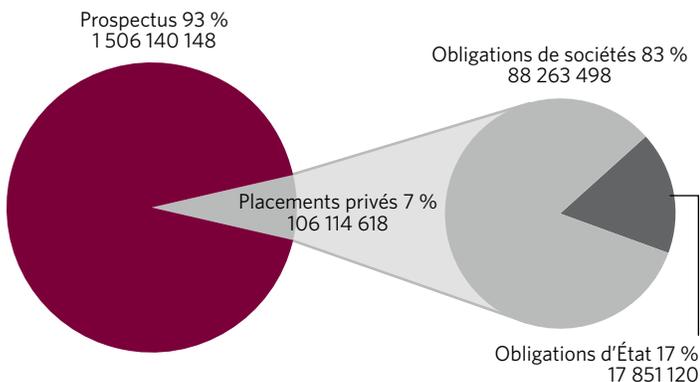
La principale différence entre les deux est la taille du marché. Comme il s'agit d'un placement privé, le groupe d'acheteurs est souvent réduit. Cela permet aux acheteurs d'avoir une plus grande influence sur les modalités et les clauses restrictives de l'offre. En d'autres termes, les clauses restrictives et les dispositions de protection peuvent être plus solides pour les obligations émises au moyen d'un placement privé par rapport à celles d'un prospectus public.

Les obligations publiques sont généralement émises par des courtiers en valeurs mobilières et les acheteurs peuvent soit accepter l'offre (aux conditions proposées et acheter l'obligation) ou la refuser (ne pas investir dans l'opération). En revanche, les placements privés ont plus de chance de faire l'objet d'une négociation entre l'émetteur et les investisseurs. Cela aboutit souvent à des clauses financières plus restrictives et à une protection accrue des porteurs d'obligations, sous réserve qu'une équipe d'experts des investisseurs exécutent un contrôle préalable et mènent le processus de négociation.

Statistiques des placements privés dans l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada

Les placements privés représentent une partie importante de l'indice obligataire universel FTSE Russell Canada. Les placements privés représentent 6,6 % de l'univers des obligations canadiennes, les obligations de sociétés 5,5 % et les obligations gouvernementales 1,1 %. Outre le marché des titres de qualité supérieure canadien, la majorité des émetteurs d'obligations feuille d'érable et d'obligations à rendement élevé utilisent des structures de placement privé.

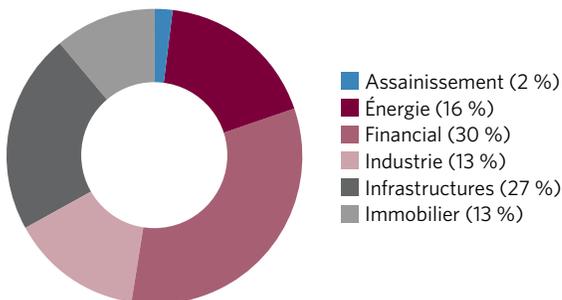
Univers des obligations canadiennes - émissions par voie de prospectus et placements privés



Données au 1^{er} octobre 2018. Sources : FTSE/TMX Global Debt Capital Markets Inc. et Gestion d'actifs CIBC inc.

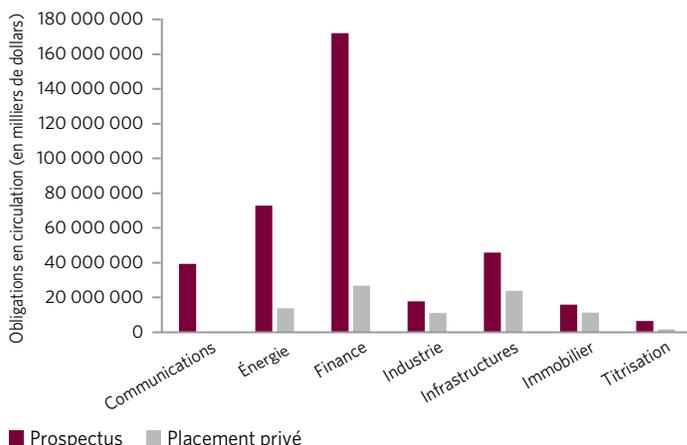
Le nombre d'émetteurs qui se prévalent de la dispense de prospectus et utilisent des notices d'offre est important.

Répartition des placements privés de sociétés



Données au 1^{er} octobre 2018. Sources : FTSE/TMX Global Debt Capital Markets Inc. et Gestion d'actifs CIBC inc.

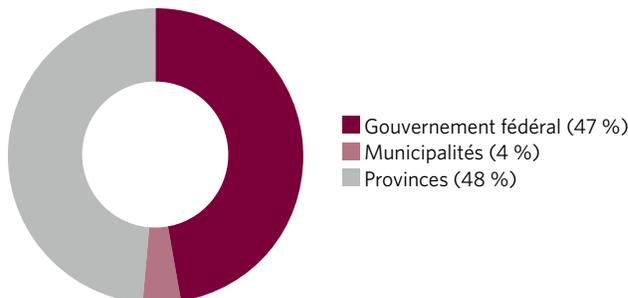
Comparaison des émissions par voie de prospectus de sociétés et par voie de placements privés de sociétés



Données au 1^{er} octobre 2018. Sources : FTSE/TMX Global Debt Capital Markets Inc. et Gestion d'actifs CIBC inc.

Les émetteurs de presque tous les secteurs du paysage d'entreprises utilisent des placements privés, y compris certains des émetteurs les plus importants et les mieux notés du marché obligataire canadien. Ceux-ci incluent des sociétés de services publics réglementés, des aéroports, des sociétés de titrisation cotées AAA, des sociétés automobiles mondiales, de grandes caisses de retraite canadiennes, des FPI et des actifs d'infrastructure de partenariat public-privé (PPP) garantis par des sociétés d'État de services essentiels.

Répartition des placements privés des organismes d'état



Données au 1^{er} octobre 2018. Sources : FTSE/TMX Global Debt Capital Markets Inc. et Gestion d'actifs CIBC inc.

Parmi les entités gouvernementales, des émetteurs des trois paliers de gouvernement utilisent des placements privés pour émettre des obligations. Ceux-ci incluent de grandes municipalités, des universités, des hôpitaux canadiens de renommée mondiale et des organismes bénéficiant du soutien financier du gouvernement fédéral (entités notées AAA).

Nombre total des émetteurs de l'indice 335

Nombre total des émetteurs utilisant des placements privés 129

39 % des émetteurs de l'indice utilisent des placements privés

Données au 1^{er} octobre 2018. Sources : FTSE/TMX Global Debt Capital Markets Inc. et Gestion d'actifs CIBC inc.

Ne pas investir dans ces émetteurs réduirait considérablement l'univers de placement d'un gestionnaire de portefeuille. Ce qui pourrait impliquer le fait de ne pas être en mesure de profiter des solides avantages d'une diversification du portefeuille dépassant le cadre des principaux émetteurs fédéraux et provinciaux et des grandes sociétés (soit une grande partie du marché total).

Pourquoi l'admissibilité à l'indice obligataire universel FTSE TMX est-elle importante dans le cadre de placements privés?

Il est important de prendre en compte les implications des exigences liées à l'admissibilité dans l'indice. Les placements privés peuvent être considérés comme risqués pour plusieurs raisons, notamment les risques d'une information financière plus succincte, d'une liquidité plus faible, de l'absence de cotes publiques et d'une capacité perçue comme réduite des investisseurs à effectuer un contrôle préalable approfondi. Ces préoccupations peuvent être contrôlées et atténuées par les investisseurs s'ils possèdent une équipe qualifiée pour effectuer le contrôle préalable requis.

Même sans un conseiller de confiance, pour les placements privés inclus dans l'indice, ces inconvénients peuvent être considérablement réduits par les exigences liées à l'inclusion dans l'indice. L'admissibilité à l'indice fournit un filtre naturel pour les placements privés, car celui-ci n'inclut que les titres qu'une grande majorité des investisseurs en obligations canadiennes voudraient détenir dans leurs portefeuilles.

Les obligations doivent respecter les conditions suivantes avant d'être incluses dans l'indice :

- Le volume de l'émission doit être d'au moins 100 millions de dollars canadiens pour les obligations de sociétés et de 50 millions de dollars pour les obligations d'État.
- Le nombre d'acheteurs doit atteindre 10 au minimum.
- Plusieurs sources (courtiers en valeurs mobilières) doivent fournir des cotations de façon continue.
- Le titre doit être noté par au moins une agence de notation publique.

Les placements privés inclus dans l'indice bénéficient ainsi d'une liquidité accrue. Leur niveau de liquidité est comparable à celui des titres émis par voie de prospectus, car ces obligations doivent respecter les mêmes critères pour être incluses dans l'indice. La confusion naît lorsque les placements privés inclus dans l'indice sont comparés à des placements privés non liquides. Il n'est pas justifié de comparer les placements privés de petites sociétés privées publiant peu d'information financière et les placements relativement importants d'obligations de sociétés notées, impliquant un grand nombre d'acheteurs et qui sont facilement négociées par des courtiers en valeurs mobilières.

Nous recommandons aux régimes qui incluent déjà une restriction relative aux placements privés dans leur politique, ou qui envisagent d'en ajouter une, de bien faire la différence entre les placements privés liquides et non liquides. Pour ce faire, il est possible :

1. **D'inclure deux séries de restrictions dans la politique**, une restreignant la pondération maximale des placements privés non liquides et une autre restreignant celle des placements privés plus liquides. De cette façon, les deux catégories ne sont pas regroupées et sont traitées différemment. Ceci améliorera la restriction plus générale que de nombreuses politiques appliquent actuellement, mais qui pourrait être améliorée.
2. **Limiter la restriction aux placements privés qui ne sont pas inclus dans l'indice**. Il s'agit d'une bonne stratégie pour limiter la pondération plus risquée des titres non liquides, sans porter préjudice aux titres à revenu fixe de base.

Nous recommandons la deuxième option, car elle est plus adéquate et limite les titres que les régimes voulaient restreindre, sans réduire l'exposition aux titres admissibles dans l'indice. Lorsque les régimes souhaitent réduire l'exposition aux titres à revenu fixe canadiens de base, ils ne devraient pas traiter les titres admissibles à l'indice comme étant hors indice.

Dans les deux cas, l'admissibilité à l'indice est le critère qui détermine un titre liquide ou non liquide. Même s'ils sont appelés placements privés en raison de leur méthode d'émission, il s'agit de titres publics traités comme tels par les fournisseurs d'indices et les principaux intervenants du marché. Les comités de placement devraient prendre cela en compte et s'assurer que les régimes ne limitent pas leur univers de placement et ne les empêchent pas de profiter de bonnes occasions en raison d'une méconnaissance des risques liés aux placements privés admissibles à un indice.

Parlons ensemble

L'équipe des titres à revenu fixe et l'équipe institutionnelle de Gestion d'actifs CIBC collaborent afin de publier des articles pour nos clients, dans le but d'aider les investisseurs institutionnels canadiens à rester informés au sujet du marché des titres à revenu fixe au Canada. Communiquez avec nous pour en apprendre davantage sur nos études et nos opinions qui pourraient vous aider à prendre des décisions éclairées au sujet de votre portefeuille de titres à revenu fixe.



Kevin Minas, CFA
Associé,
gestionnaire de portefeuilles de clients



Carlo DiLalla, CFA
Vice-président et gestionnaire
principal de portefeuilles de clients,
Titres à revenu fixe

Le présent document offre 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 utiliser les 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 TMX 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 implicitement, concernant les résultats susceptibles d'être obtenus à la suite de l'utilisation de l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (« l'indice ») et/ou la valeur affichée par ledit indice à un moment ou un jour donné. L'indice est compilé et calculé par FTSEDCM 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. « TMX » est une marque de commerce de TSX Inc. et est utilisée sous licence. « FTSE® » est une marque de commerce de FTSE International Limited et est utilisée sous licence par FTDCM. ^{MD} Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence. Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc.