

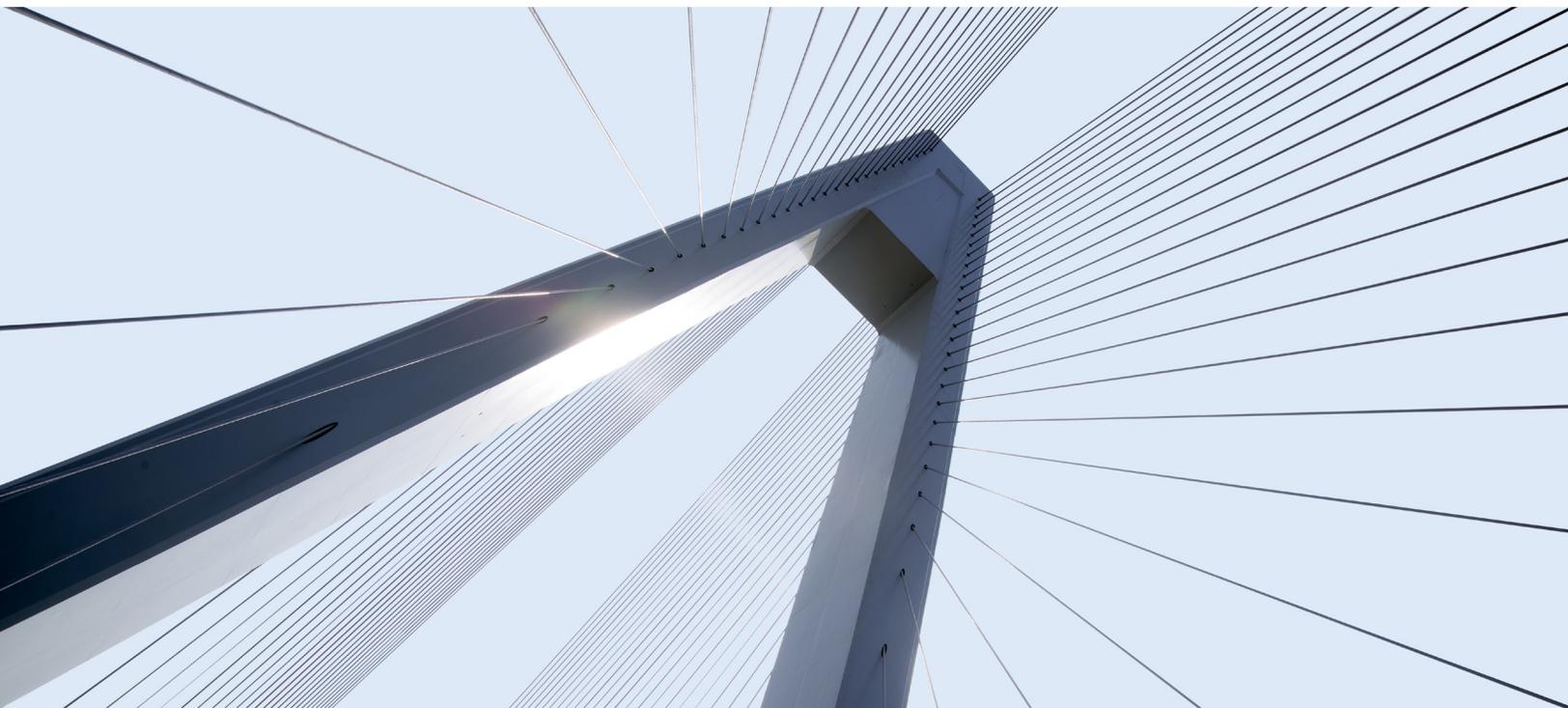
Placements non traditionnels des marchés privés

Partie III – Analyse approfondie des catégories d'actif

Août 2023

Par **Michael Sager**

Temps de lecture : 15 minutes



Sommaire

Dans ce troisième volet de notre série de documents de recherche sur les placements non traditionnels des marchés privés, nous présentons une analyse approfondie de cinq principaux placements non traditionnels des marchés privés : le crédit privé, l'immobilier, les infrastructures, le capital-investissement et les fonds de couverture (ou rendement absolu).¹ Par souci de simplicité et pour faciliter les explications, nous traiterons chacun de ces placements non traditionnels séparément les uns des autres. En réalité, il existe de plus en plus de chevauchements, par exemple entre les placements en crédit privé et ceux en titres de créance liés aux infrastructures, et entre les placements en capital-investissement et ceux en fonds de couverture.

D'autres placements non traditionnels, notamment les produits structurés, les terres agricoles et les terrains forestiers exploitables, ainsi que les objets de collection incorporels, sont des composantes de plus en plus importantes des marchés privés. Toutefois, nous considérons les cinq catégories d'actif sur lesquelles nous nous concentrons ci-dessous comme étant les plus pertinentes pour la majorité des investisseurs à valeur nette élevée (VNE).

Le crédit privé englobe un ensemble éclectique d'occasions de placement

Principales caractéristiques de la catégorie d'actif :

- Taille des actifs sous gestion au quatrième trimestre de 2022 : 1 400 milliards de dollars
- Une solution de rechange aux placements traditionnels en titres à revenu fixe des marchés publics
- Offre d'intéressants rendements et rendements ajustés au risque attendus, même dans le nouveau contexte de hausse des taux d'intérêt, ainsi que des occasions de diversification du portefeuille et de préservation du capital
- Les taux variables souvent associés au crédit privé peuvent procurer aux investisseurs une certaine protection contre le risque d'inflation

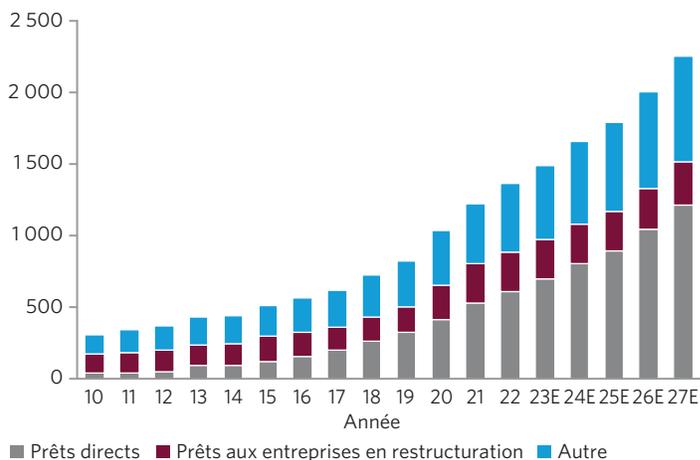
Le crédit privé (ou dettes privées; en anglais) désigne les prêts généralement consentis par des prêteurs privés sans l'aide d'une banque ou d'un autre intermédiaire financier. Cette catégorie d'actif englobe un ensemble éclectique d'occasions de placement dans les créances de sociétés, les créances des secteurs de l'immobilier et des infrastructures, ainsi que dans les titres de créance structurés.

La crise financière mondiale de 2008 a servi de catalyseur important pour la croissance vigoureuse qui a été observée par la suite sur le marché du crédit privé (graphique 1). En réaction à cette crise, des mesures réglementaires ont été mises en place pour restreindre la capacité des banques à octroyer des prêts sur le marché intermédiaire, ce qui a donné l'occasion à des prêteurs privés non traditionnels, dont les gestionnaires d'actifs institutionnels, de répondre à la demande de capitaux des sociétés emprunteuses du marché intermédiaire.² Ces emprunteurs ne sont pas disposés à céder le contrôle de leur propriété à des investisseurs en capital-investissement, et pourtant ils sont souvent incapables de financer leur croissance et leur fonds de roulement auprès de banques ou par l'émission de titres de créance publics. Les fonds de capital-investissement ont également tiré profit du financement privé pour financer des rachats d'entreprises. Par ailleurs, les investisseurs à la fois en quête de rendement et disposés à renoncer à la liquidité ont accueilli positivement les solutions de crédit privé.

Comme le marché du crédit privé a pris de l'expansion, les opérations qui n'étaient auparavant possibles que sur le marché public des prêts syndiqués avec de nombreux prêteurs peuvent maintenant être exécutées par des prêteurs directs individuels ou de petits groupes — appelés « clubs » — de

prêteurs. Ces clubs comptent souvent moins de cinq sociétés (en anglais). Les prêts associés ont habituellement une échéance de cinq à sept ans et sont rarement négociés. Cette illiquidité figure parmi les sources du rendement, des taux et de la diversification attendus tous supérieurs du crédit privé par rapport aux titres à revenu fixe des marchés publics. Parmi les autres sources, mentionnons la taille réduite de l'émetteur, l'absence de cote de crédit de l'émetteur et, dans de nombreux cas, le recours accru à l'effet de levier (en anglais).

Graphique 1 – Dette privée mondiale – Actifs sous gestion et projetés (G\$)



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant de tiers : Prequin (2022) et Private debt Global Report 2023.

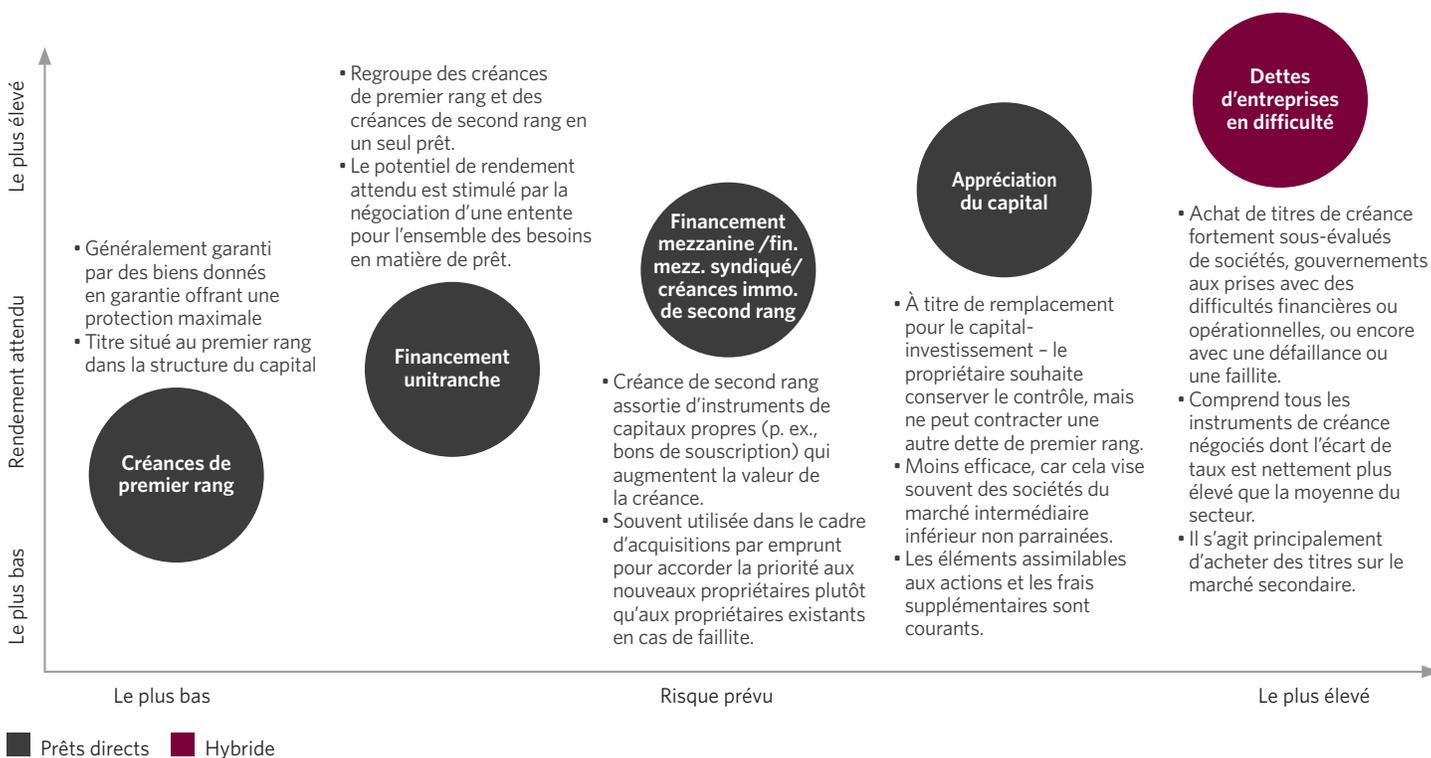
La volatilité des taux d'intérêt ayant augmenté, les institutions continuent d'évaluer des moyens d'accroître la part de l'actif consacrée aux titres à revenu fixe de base traditionnels. On peut y entrevoir la possibilité d'une croissance encore importante des prêts prudents sur le marché intermédiaire. Les prêteurs reconnus pour fournir avec constance des solutions dans des conditions économiques tant favorables que défavorables semblent particulièrement bien placés pour voir des flux stables d'opérations de qualité. Ces opérations reposeraient notamment sur des stratégies prudentes d'octroi de capital de démarrage qui mettraient l'accent sur l'atténuation des risques de baisse, ce qui pourrait générer des rendements attendus dans une fourchette de 10 % à 15 %. De plus, les activités de prêt direct sont en mesure d'offrir, grâce à des prêts garantis de premier rang, des rendements complémentaires potentiels à un taux annualisé d'environ 5 %. Comme les taux de défaillance sur les prêts d'institutions financières non bancaires sont à des creux historiques, les investisseurs devraient accepter un risque considérable pour obtenir des rendements et des revenus comparables au moyen de placements en titres à revenu fixe traditionnels.

En ce qui concerne la structure, la majorité des prêts privés sont à taux variable. La durée relativement faible qui en résulte aide à protéger les investisseurs contre l'inflation dans un contexte de taux d'intérêt à la hausse. En revanche, les composantes traditionnelles en titres à revenu fixe du marché public ont une durée relativement élevée. De plus, comme les prêts privés ne sont généralement pas négociés, la volatilité des titres de créance privés en tant que catégorie d'actif a tendance à être plus faible que celle des titres à revenu fixe des marchés publics. Pour cette raison, le crédit privé offre également un flux prévisible et relativement stable de paiements d'intérêts et de capital. Cet aspect est particulièrement apprécié durant les périodes de repli des marchés publics et dans le contexte d'une volatilité

généralement plus élevée des marchés publics. Les taux de défaillance et de perte historiques inférieurs à ceux des obligations à rendement élevé publiques sont également des caractéristiques intéressantes. Ils témoignent de la présence de solides clauses financières restrictives, d'une surveillance par la direction et d'autres mesures de protection (en anglais).³

Il existe diverses stratégies de crédit privé (graphique 2), et chacune d'entre elles a son propre profil risque-rendement. Comme elles sont toutes moins liquides que les stratégies traditionnelles fondées sur les titres à revenu fixe, les investisseurs ont été récompensés pour leur disposition à accepter cette caractéristique par des rendements relativement plus élevés (graphique 3).

Graphique 2 - Les stratégies privées représentent collectivement un ensemble diversifié d'occasions de placement, classées ici parmi les stratégies affichant le rendement et le risque attendus les plus faibles et celles présentant le rendement et le risque attendus les plus élevés.

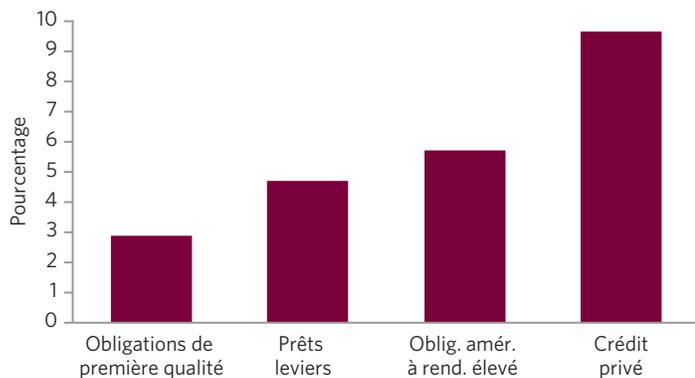


L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. Ce graphique est fourni à titre indicatif et à des fins d'information seulement.

Investir dans des créances privées de premier rang constitue la stratégie la plus prudente, mais elle comporte néanmoins des risques. Parmi ceux-ci, mentionnons l'effet de levier associé à de nombreux prêts de premier rang et le caractère permanent des marges connexes de l'effet de levier. Les investisseurs devraient aussi repérer le véritable risque associé aux prêts sous-jacents. Par exemple, certains créanciers de premier rang considèrent les prêts de second rang comme des prêts de premier rang parce qu'ils bénéficient d'une priorité sur tous les autres prêts, sauf les prêts de premier rang.

De même, un prêt de privilège partagé garanti uniquement par un nantissement prioritaire sous forme de propriété intellectuelle peut constituer un prêt de second rang déguisé, si un autre prêteur a accordé au même emprunteur un prêt garanti par un fonds de roulement, des immobilisations, de la machinerie et du matériel. De plus, avec l'avènement des prêts unitranche, les prêteurs peuvent demeurer créancier de premier rang officiel, tout en conservant seulement une tranche « dernière sortie » de l'effet original après la vente d'une tranche « première sortie » à un autre prêteur (en anglais).

Graphique 3 – Rendements historiques annualisés des obligations et des titres de créance de sociétés fermées



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur de données tiers suivant : Bloomberg. Échantillon : 2007-2022. Obligations de première qualité : indice général de rendement global des obligations américaines Bloomberg. Selon les données disponibles en date de mars 2023. Prêts leviers : indice de rendement global des prêts leviers Markit iBoxx. Obligations à rendement élevé : indice de rendement global des obligations de sociétés américaines à rendement élevé Bloomberg. Crédit privé : indice de rendement global Cliffwater Direct Lending. Tous les rendements sont en dollars canadiens. Données en date de mars 2023.

Les rendements attendus augmentent à mesure que les investisseurs progressent vers les niveaux inférieurs de la structure de crédit et acceptent une exposition au risque de plus en plus élevée, notamment sous forme de risque de crédit, dans d'autres stratégies de crédit privées. Celles-ci comprennent des stratégies plus opportunistes, comme le crédit mezzanine ou les créances de second rang souvent utilisés par les investisseurs en capital-investissement pour financer des opérations de rachat d'entreprise par effet de levier ou des acquisitions. Contrairement à la majorité de l'univers du crédit privé, le crédit mezzanine est souvent assorti d'un taux d'intérêt fixe, ce qui signifie qu'il présente un risque de taux d'intérêt plus élevé que les prêts directs de première qualité.

Les gestionnaires de crédit privé peuvent également investir dans des stratégies de quasi-capitaux propres offrant des rendements attendus plus élevés. Parmi les occasions liées à ce type de dettes d'entreprises en difficulté, mentionnons les sociétés à moyenne et à grande capitalisation qui sont en transformation et celles qui ne sont pas en mesure d'obtenir du financement de commanditaires. On peut aussi mentionner les instruments de crédit qui se négocient à un prix nettement inférieur et dont l'écart de taux est nettement plus élevé que la moyenne du secteur. De nombreux investisseurs de ce segment de marché s'attendent à conserver la créance comme placement pendant la restructuration de la société, puis à la vendre après l'appréciation de sa valeur. Un autre groupe d'investisseurs — que l'on appelle des investisseurs de type « distressed-for-influence » (soit des investisseurs cherchant à exercer une influence sur une entreprise en difficulté), travaille plus activement et cherche à générer de la valeur en négociant avec les sociétés emprunteuses dans le [contexte du code de faillite pertinent](#) (en anglais).

L'immobilier peut offrir une diversification du portefeuille et constituer une source potentielle de rendement attendu attrayant

Principales caractéristiques de la catégorie d'actif :

- Immobilier privé – Taille des actifs sous gestion au quatrième trimestre de 2022 : 1 100 milliards de dollars
- Source intéressante de revenus attendus, tirés d'actifs stables qui offrent une préservation du capital et des versements réguliers
- Source intéressante de rendement attendu découlant des stratégies opportunistes, tirées du réaménagement et du repositionnement des actifs
- Diversification du portefeuille, en raison d'une corrélation moyenne relativement faible avec les autres catégories d'actif, ainsi que d'une vaste gamme de stratégies, de types de propriétés et de régions
- Une couverture contre l'inflation intéressante reflétant l'augmentation des loyers liée à l'inflation prévue dans certains contrats

Les placements immobiliers consistent en un investissement de capitaux dans des propriétés résidentielles, commerciales et industrielles, individuellement ou par l'intermédiaire d'un fonds de capital de risque immobilier ou d'une fiducie de placement immobilier. Il s'agit d'actifs à long terme avec un flux de revenu qui s'ajuste généralement pour tenir compte de l'inflation. Pour cette raison, ils peuvent procurer une couverture efficace contre ce risque. Toutefois, la vitesse de l'ajustement à l'inflation, et donc la qualité de la couverture, varie d'un secteur à l'autre; l'ajustement des loyers dans le secteur résidentiel et certains créneaux spécialisés, comme les logements pour étudiants, se fait beaucoup plus rapidement que dans le cas des immeubles de bureaux.

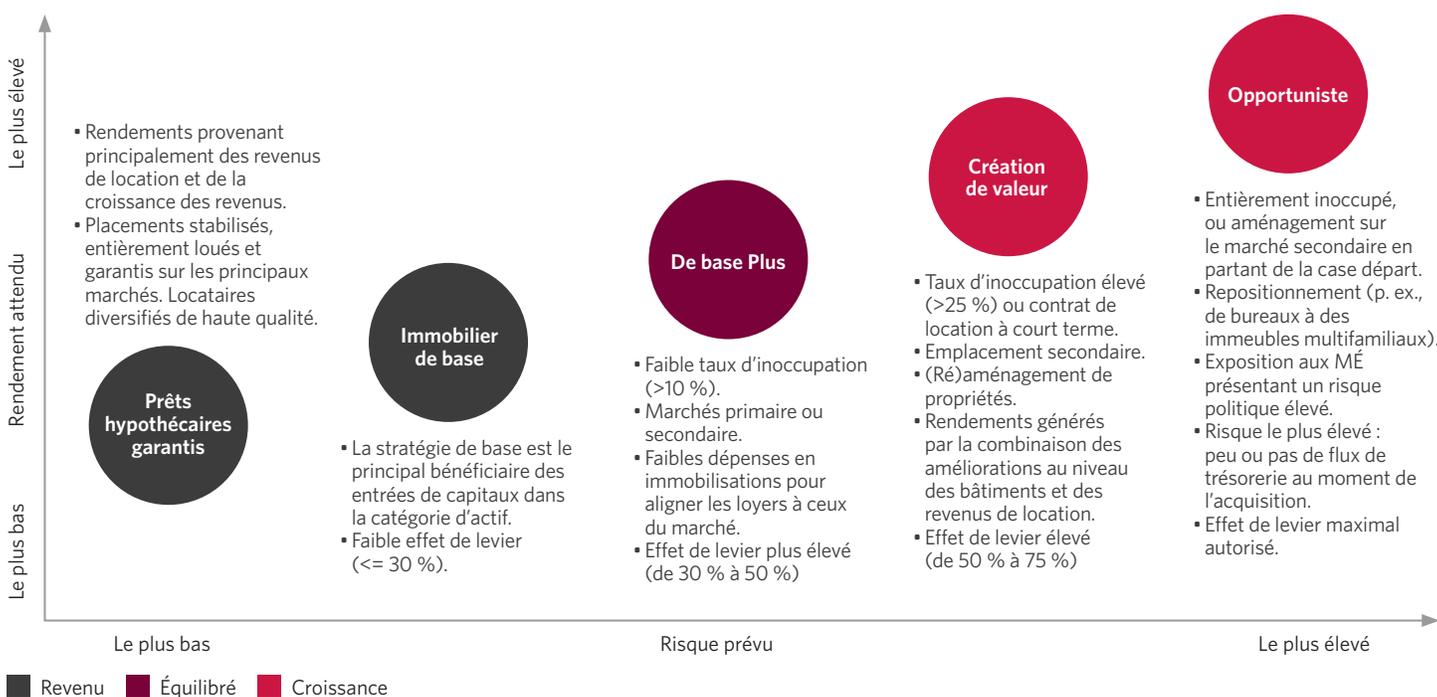
Les investisseurs peuvent profiter d'une répartition de l'actif dans l'immobilier au moyen de FPI publiques ou de solutions de placements du marché privé. Les FPI publiques sont des entités cotées en bourse qui, généralement, ont un portefeuille composé en majorité de placements immobiliers. Ces instruments distribuent également plus de 90 % des bénéfices annuels sous forme de dividendes dans une structure fiscalement avantageuse qui permet aux investisseurs d'éviter la double imposition du revenu de dividende. Il existe deux grands types de FPI publiques : les FPI d'actions (les plus courantes) achètent et possèdent des propriétés physiques et perçoivent des loyers auprès des locataires; les FPI hypothécaires détiennent des prêts hypothécaires plutôt que des biens immobiliers physiques.

Les fonds immobiliers privés non cotés permettent aux investisseurs de mettre en commun leurs capitaux pour acquérir, détenir et vendre des actifs immobiliers et offrent aux investisseurs la possibilité d'obtenir une exposition ciblée sur le plan de la région, du type de propriété ou de la stratégie de placement.

Comme placement, l'immobilier peut être classé selon le rendement attendu et le profil de risque (graphique 4). Situées dans la partie inférieure du spectre, les stratégies immobilières de base et de base plus sont généralement diversifiées en fonction des marchés, des secteurs immobiliers, des locataires et des facteurs économiques. Les fonds de base ont tendance à investir dans des actifs stables, comme des immeubles de bureaux dont les locataires ont une cote

de crédit élevée et qui sont situés dans des emplacements privilégiés des grands centres urbains de pays développés. Ces fonds visent principalement à générer un flux de revenus stables. Grâce à la réévaluation périodique des loyers prévus par contrat, une répartition de l'actif dans l'immobilier de base devrait procurer au moins une couverture partielle contre l'inflation. Les fonds immobiliers de base à capital variable sont généralement les instruments les plus liquides de cette catégorie d'actif et procurent généralement une liquidité trimestrielle. Cela dit, comme le placement sous-jacent est non liquide, les investisseurs n'ont généralement pas la possibilité de réaliser d'importantes sorties de capitaux sur les fonds; des limites sont prédéfinies et communiquées en ce qui concerne la liquidité globalement disponible.

Graphique 4 - L'ensemble des occasions de placement en immobilier est diversifié, allant du revenu à la croissance; les titres immobiliers cotés en bourse ne représentent qu'un petit sous-ensemble du secteur des placements. Les occasions présentées ici sont classées selon qu'il s'agit du rendement et du risque prévus les plus faibles ou du rendement et du risque prévus les plus élevés.



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. Ce graphique est fourni à titre indicatif et à des fins d'information seulement.

Situés à l'autre extrémité du spectre des placements immobiliers, les fonds opportunistes utilisent davantage l'effet de levier et saisissent des occasions plus risquées en mettant l'accent sur l'appréciation du capital. Les placements immobiliers opportunistes et les placements immobiliers autres que de base sont généralement offerts sous forme de fonds de placement à capital fixe sans dispositions relatives à la liquidité. On s'attend à ce que les investisseurs conservent leurs placements pendant toute la durée de vie du fonds, habituellement de huit à dix ans. Un marché secondaire pour les fonds immobiliers autres que de base existe depuis plusieurs années, mais l'activité est modeste et les acheteurs recherchent généralement de fortes décotes.

Au cours des dernières années, les investisseurs dans le secteur de l'immobilier privé se sont graduellement déplacés vers le bas sur la courbe de risque et ont manifesté un intérêt croissant pour les stratégies de base et de base plus. Ce changement s'explique probablement par le fait que les investisseurs considèrent de plus en plus la composante en immobilier privé comme une solution de rechange à rendement supérieur par rapport aux titres à revenu fixe, ce qui permet potentiellement de bénéficier d'une efficacité fiscale accrue et d'autres avantages, comme la diversification.

Nous pouvons aussi envisager l'immobilier dans la perspective de placements dans des secteurs spécifiques. Les secteurs les plus populaires comprennent : le secteur résidentiel (logements unifamiliaux ou multifamiliaux), le secteur de l'industrie, le secteur des établissements abritant des sociétés des domaines de la santé et des sciences de la vie, et le secteur des logements pour étudiants. Les gestionnaires de fonds doivent comprendre la façon dont chacun de ces secteurs se comporte à travers les cycles de marché afin de gérer le risque opérationnel et la prise de décisions en matière de répartition du capital. Procéder à une diversification dans ces secteurs immobiliers peut également nécessiter la mise sur pied d'une coentreprise, l'embauche d'une équipe de gestion rattachée à une société spécialisée ou la recherche d'exploitants compétents pour les propriétés.

Les rendements des placements immobiliers cotés en bourse et non cotés en bourse ont été similaires au cours des deux dernières décennies; aucune prime d'illiquidité n'a été observée (graphique 5).

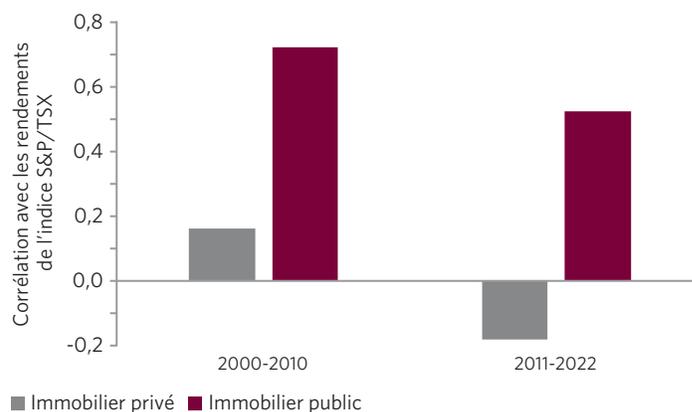
Graphique 5 - Rendements des placements immobiliers cotés en bourse et non cotés en bourse



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers suivant : Bloomberg. FPI publiques : FTSE Nareit All Equity REITs TR USD; Immobilier privé : NCREIF Fund ODCE. Échantillon : de janvier 1996 à décembre 2022. Selon les données disponibles en date de mars 2023. Tous les rendements sont en dollars canadiens.

Toutefois, le nivelage des rendements grâce aux méthodes de valorisation des marchés privés a fait en sorte que les placements immobiliers non cotés en bourse affichent des rendements ajustés au risque supérieurs à ceux des placements immobiliers publics et une corrélation moyenne plus faible avec les actions de sociétés ouvertes (graphique 6).

Graphique 6 - Les solutions de placement en immobilier privé présentent une faible corrélation avec les FPI publiques



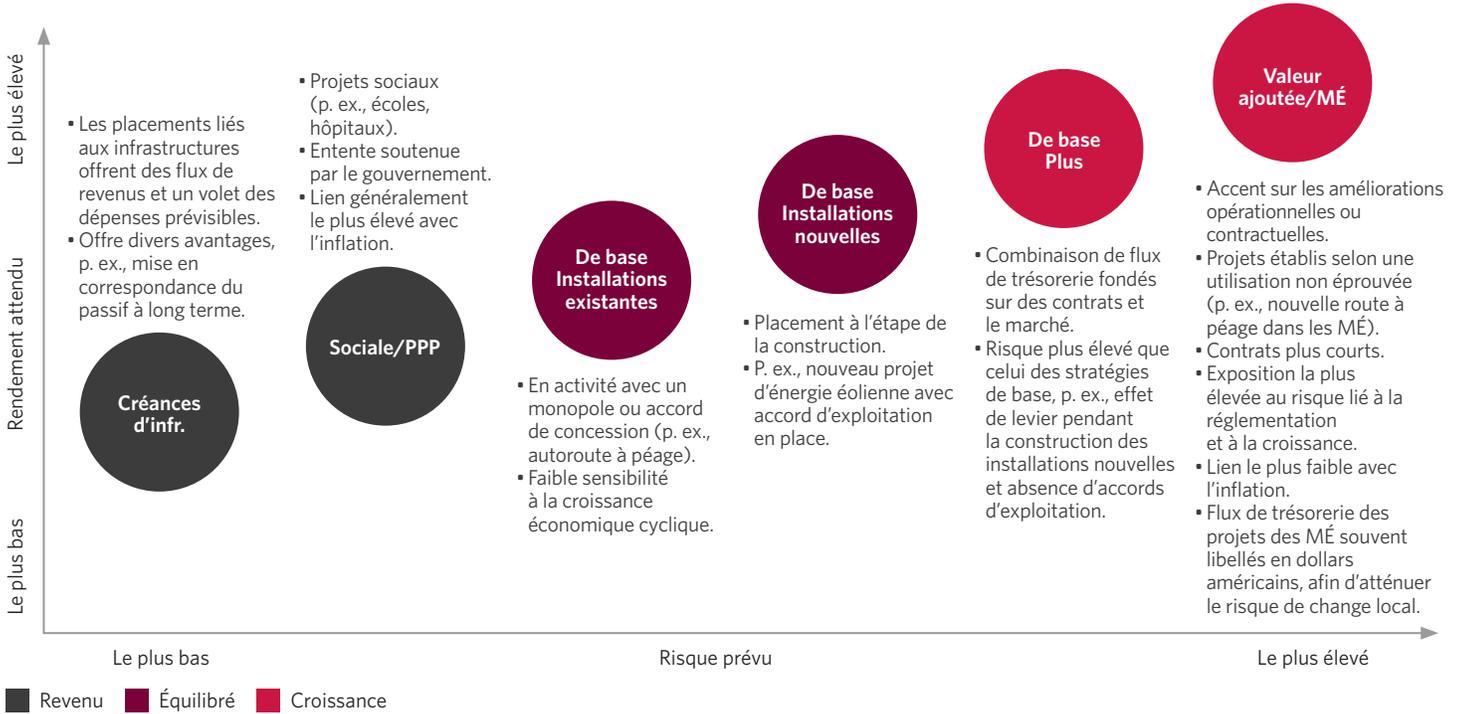
L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers suivant : Bloomberg. Selon les données disponibles en date de mars 2023.

L'infrastructure peut être source de diversification et potentiellement jouer un rôle défensif dans le portefeuille

Principales caractéristiques de la catégorie d'actif :

- Infrastructure privée - Actifs sous gestion au quatrième trimestre de 2022 : environ 1 000 milliards de dollars
- Rendement attendu intéressant en raison d'importantes barrières à l'entrée, qui en retour reflètent le coût et la complexité de l'aménagement des actifs d'infrastructure, ainsi que leur longévité
- Diversification du portefeuille, en raison d'une faible corrélation moyenne avec les autres catégories d'actif
- Flux de trésorerie à long terme stables et prévisibles déterminés par des contrats à long terme
- Couverture contre le risque d'inflation grâce à la réglementation, à des accords de concession ou des contrats prévoyant des taux qui augmentent en fonction des taux d'inflation ou au-dessus de ceux-ci
- Dans un contexte déflationniste, cette catégorie d'actif joue un rôle défensif dans les portefeuilles, procurant des actifs à rendement élevé
- Mise en correspondance avec le passif à long terme

Graphique 7 – Les occasions de placement en infrastructure sont diversifiées, allant du revenu à la croissance; les infrastructures cotées en bourse ne représentent qu’un petit sous-ensemble des placements en infrastructures. Les occasions présentées ici sont classées selon qu’il s’agit du rendement et du risque prévus les plus faibles ou du rendement et du risque prévus les plus élevés.



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. Ce graphique est fourni à titre indicatif et à des fins d'information seulement.

L'essor de la privatisation a permis aux infrastructures de parvenir à maturité en tant que catégorie d'actif, ce qui a accru l'intérêt des investisseurs institutionnels et particuliers.

Les infrastructures englobent une vaste gamme d'occasions de placement dans de nombreux secteurs et industries. Elles consistent en des installations et des services essentiels au fonctionnement d'une société, et sont classées comme infrastructures économiques ou infrastructures sociales. Les infrastructures économiques se rapportent aux thèmes suivants : l'énergie, les télécommunications, les ressources naturelles, le transport, les ressources renouvelables, les services publics d'électricité, les technologies propres, les services publics d'approvisionnement en eau, la logistique et la gestion des déchets. Les infrastructures sociales se rapportent aux thèmes suivants : la défense, l'éducation, le gouvernement, le secteur judiciaire et la santé. Au fil du temps, cette catégorie d'actif a évolué pour englober une gamme toujours plus diversifiée d'actifs, notamment des centres de données, des stations-service sur les autoroutes et des sociétés de gestion d'installations.

Du point de vue des placements, les projets d'infrastructure peuvent être classés selon leur rendement attendu et leur profil de risque prévu (graphique 7). Les créances liées aux infrastructures offrent le rendement attendu le plus faible, même si elles offrent une prime par rapport aux créances

mondiales de première qualité. L'alpha généré par les opérations sur ce type de créances repose généralement sur une expertise en structuration et une compréhension des risques propres aux actifs.

Les projets d'infrastructure structurés sous forme de partenariat public-privé (PPP) ont remporté un vif succès auprès des investisseurs. Ces projets sont cofinancés par des gouvernements souverains ou locaux, ou des organismes de financement internationaux aux côtés d'investisseurs privés. Ils procurent généralement une protection intéressante contre le risque d'inflation, compte tenu des caractéristiques contractuelles visant à protéger les droits de propriété, à prévoir une indexation des prix qui concorde avec les taux d'inflation actuels, ainsi qu'à réduire et plafonner les dépenses liées aux actifs connexes. Les dépenses en immobilisations supplémentaires pour l'entretien sont généralement relativement limitées dans le cas des projets en PPP. Cette caractéristique contribue à l'augmentation des marges des projets et permet aux sociétés d'infrastructure de transmettre davantage de flux de trésorerie aux investisseurs.

Situés un peu plus loin dans la courbe des risques, les projets d'infrastructure de base offrent des flux de trésorerie prévisibles et un risque de baisse limité. Dans cette catégorie, les fonds d'investissement en installations existantes (définis dans le graphique 7 ci-dessus) ciblent les actifs parvenus à maturité,

et les fonds d'investissement en installations nouvelles mettent l'accent sur de nouveaux projets tirant parti de stratégies éprouvées présentant un risque technologique limité. Les projets visant de nouvelles installations (aussi définis dans le graphique 7) sont généralement protégés par des accords d'exploitation qui lient par contrat un acheteur au projet, rendant en conséquence son financement initial plus sûr. Situées dans la partie supérieure du spectre du risque, les occasions fondées sur la valeur ajoutée impliquent généralement des changements importants dans les modèles d'affaires actuels et peuvent aussi être exposées aux marchés émergents. Ces projets ont généralement la plus faible capacité à couvrir le risque d'inflation, car la durée des contrats a tendance à être courte. Ils exposent aussi les investisseurs à d'importants risques liés au déroulement du projet, à l'économie et à la réglementation.

Nous pouvons aussi faire la distinction entre les créances liées aux infrastructures et la participation dans les infrastructures. Investir dans des créances liées aux infrastructures consiste à obtenir des prêts garantis pour financer la construction de nouvelles infrastructures ou l'entretien d'actifs existants. Ces créances peuvent comprendre des prêts de premier rang, du crédit mezzanine ou des actions privilégiées. Les créances de premier rang sont les dettes les plus courantes compte tenu de leur structure du capital simple et de leur exposition au risque relativement faible.

Les créances liées aux infrastructures mondiales ont constamment procuré aux investisseurs un rendement supérieur à celui des obligations gouvernementales des marchés développés et des obligations de sociétés de première qualité, en guise de récompense pour leur disposition à renoncer à la liquidité.

Les investisseurs obtiennent une participation dans les infrastructures au moyen d'actions d'infrastructures cotées – un sous-ensemble du marché boursier mondial – ou de placements en actions non cotées (privées) de projets d'infrastructures par l'intermédiaire de fonds et de gestionnaires externes. Ils peuvent également affecter des fonds à des projets non cotés au moyen de placements directs ou de co-investissements dans des projets ou des sociétés d'infrastructures spécifiques.

Les infrastructures non cotées ont procuré un rendement historique supérieur à celui des infrastructures cotées, ce qui concorde avec la renonciation à la liquidité associée aux infrastructures non cotées. Au cours de la période d'échantillonnage, soit de mars 2002 à septembre 2022, les infrastructures privées — mesurées par l'indice EDHEC Infra300 — ont enregistré un rendement annualisé de 13 %, comparativement à 4 % pour l'indice S&P Global Listed Infrastructure.

Le capital-investissement offre de la diversification et un potentiel accru de rendement attendu

Principales caractéristiques de la catégorie d'actif :

- Actifs sous gestion au quatrième trimestre de 2022 : environ 4 000 milliards de dollars
- Facteurs de rendement à long terme semblables à ceux des actions cotées en bourse (bénéfices de la société)
- Accès à la propriété d'entreprises privées novatrices dans l'ensemble du spectre du risque
- Amélioration des rendements attendus grâce à des placements à valeur ajoutée qui tirent parti des dislocations du marché et d'occasions d'affaires uniques
- Diversification en raison d'une faible corrélation avec les marchés publics découlant de l'évaluation peu fréquente des valeurs liquidatives des fonds aux prix du marché

Par capital-investissement, on entend les placements dans le capital de sociétés qui ne sont pas cotées en bourse ou inscrites à la cote d'une bourse. Ces placements peuvent aller du financement d'entreprises en démarrage à l'injection de capitaux de croissance dans une société privée en expansion. Les fonds de capital-investissement achètent – ou rachètent – aussi souvent des sociétés ouvertes qui sont ensuite radiées des bourses publiques et privatisées en ayant recours au financement par emprunt. Les gestionnaires de fonds de capital-investissement cherchent activement à améliorer la rentabilité prévue des sociétés acquises par la mise en œuvre de différentes formes de restructuration interne, notamment le remplacement des équipes de direction et des conseils d'administration existants, la réduction des coûts, l'ajout de produits et de services, ou la cession d'une partie de la société dans le cadre d'une [scission afin de réunir des capitaux supplémentaires](#) (en anglais).

Les fonds de capital-investissement investissent directement dans des sociétés ou investissent dans d'autres fonds pour obtenir une diversification du portefeuille. Un fonds de capital-investissement type investit dans cinq à vingt sociétés individuelles tout au long de son cycle de vie. L'objectif ultime est de monnayer la valeur ajoutée aux sociétés au moyen d'un premier appel public à l'épargne (PAPE), d'une restructuration (réorganisation ou cession de diverses parties de l'entité) ou d'une vente à un autre fonds de capital-investissement (appelé rachat secondaire). L'une de ces situations se produit généralement après trois à cinq ans.

Selon les résultats historiques, le capital-investissement a surpassé les actions de sociétés ouvertes en moyenne et offre des occasions uniques qui ne sont pas offertes aux investisseurs dans les solutions de placement traditionnelles des marchés publics. Par exemple, le secteur du capital de risque donne l'occasion aux investisseurs d'accéder à des

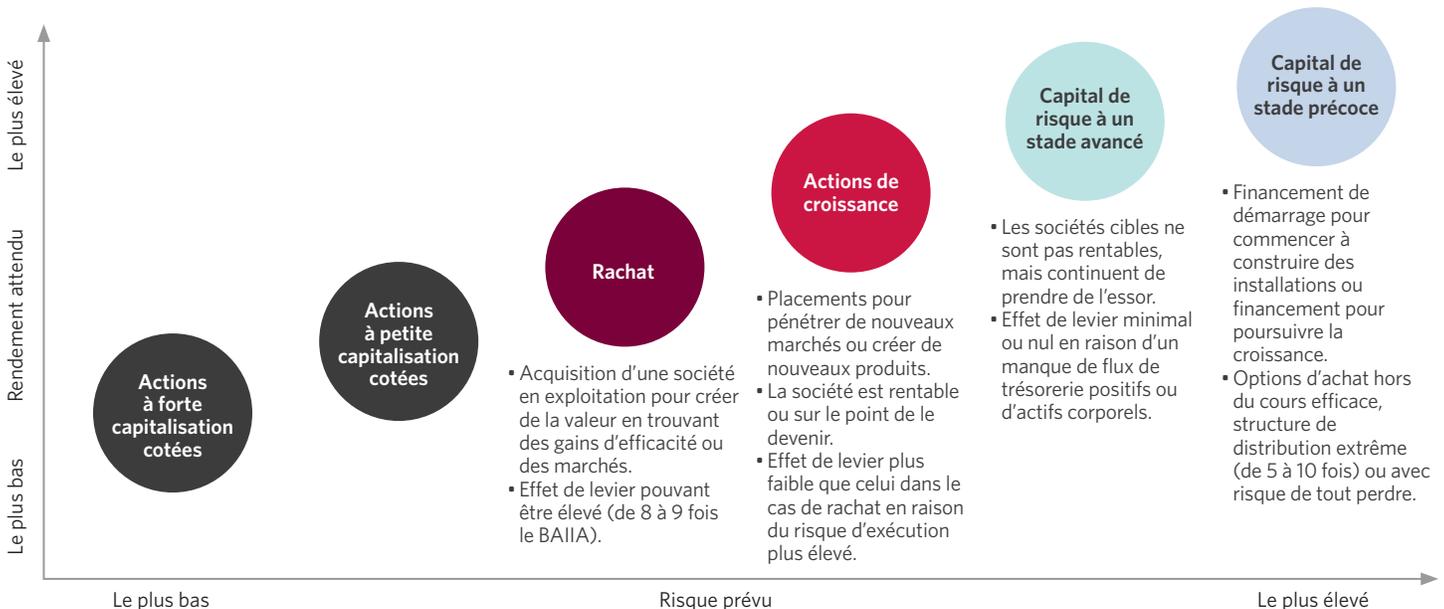
sociétés de pointe des secteurs de la technologie, de la santé ou de l'énergie. De plus, les opérations de rachat offrent aux investisseurs l'occasion de participer à la transformation de sociétés qui ont perdu de leur attrait ou de divisions au sein de sociétés existantes qui ont le potentiel d'augmenter leur valeur lorsqu'elles sont soutenues par d'importants efforts financiers et stratégiques. Ces occasions sont moins courantes pour les sociétés ouvertes qui subissent des pressions constantes pour atteindre des objectifs financiers trimestriels qui peuvent être en conflit avec les priorités d'affaires à long terme.

Les instruments de capital-investissement ne sont pas liquides. Cela signifie que les investisseurs ne sont généralement pas en mesure de rééquilibrer activement les risques de la même façon qu'ils peuvent le faire avec les catégories d'actif publiques traditionnelles. Outre la possibilité d'évoluer dans le marché secondaire, les investisseurs en capital-investissement ne contrôlent en fait que l'ampleur des engagements qu'ils prennent à l'égard des fonds de capital-investissement et le choix des gestionnaires dans lesquels ils souhaitent investir (Mercer, 2022). Ils ne contrôlent pas le rythme du déploiement des capitaux. Du point de vue des investisseurs, le processus de construction d'un portefeuille de capital-investissement s'échelonne souvent sur plusieurs années. En partant de la case départ, il faut généralement compter au moins six ans de construction cohérente pour qu'un portefeuille personnalisé atteigne sa répartition cible. Les investisseurs institutionnels les plus performants évaluent aussi leurs engagements avec souplesse plutôt que de laisser les contraintes à court terme influencer les décisions de placement à long terme. Par exemple, les investisseurs n'ont aucun contrôle sur le moment où les gestionnaires cibles procéderont au lancement de nouvelles solutions de fonds ou à leur fermeture. Si un

investisseur est soumis à des contraintes budgétaires strictes, celui-ci pourrait rater des occasions intéressantes. Pire encore, un investisseur pourrait se tourner vers un gestionnaire de moindre qualité dans le simple but de procéder à l'affectation de son budget annuel ([Mercer, 2022; en anglais](#)).

Les fonds de capital-investissement donnent accès à des occasions de placement dans tout le spectre du risque (graphique 8). Les rachats ont lieu lorsqu'une société arrivée à maturité, généralement une société ouverte, est privatisée et est achetée par une société de capital-investissement ou par son équipe de direction actuelle. Ce type de placement compte pour la plus grande partie des fonds dans le secteur du capital-investissement. Les fonds d'actions de croissance investissent également dans des sociétés parvenues à une certaine maturité. Dans ce cas, les sociétés cibles recherchent des capitaux pour prendre de l'expansion, pénétrer de nouveaux marchés, procéder à des fusions et acquisitions pour améliorer leurs marges ou créer des synergies avec les secteurs d'activité existants. Les fonds de capital-risque accordent du financement pour les occasions les plus risquées. Elles portent sur les sociétés privées relativement nouvelles qui ont très peu ou pas fait leurs preuves, et qui ne sont pas en mesure d'accéder aux marchés boursiers ou d'obtenir un financement par emprunt traditionnel. La probabilité de réussite de ce placement est relativement faible, mais le rendement attendu est proportionnellement supérieur à celui offert par les rachats ou les actions de croissance. Les placements en capital de risque peuvent commencer par une ronde de financement de démarrage comprenant le capital pour l'investissement initial (ces opérations sont qualifiées de « stade précoce »). Les investisseurs cherchent à acquérir des participations relativement importantes dans les sociétés cibles afin de maximiser le produit qu'ils reçoivent à la sortie.

Graphique 8 - L'ensemble des occasions de placement en capital-investissement est diversifié, allant des rachats massifs au capital de risque destiné aux entreprises en démarrage. Les occasions présentées ici sont classées selon qu'il s'agit du rendement et du risque prévus les plus faibles ou du rendement et du risque prévus les plus élevés.



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. Ce graphique est fourni à titre indicatif et à des fins d'information seulement.

Les fonds de couverture offrent une potentielle diversification des rendements dans une vaste gamme de conjonctures des marchés

Principales caractéristiques de la catégorie d'actif :

- Actifs sous gestion au quatrième trimestre de 2022 : environ 4 800 milliards de dollars
- Une grande variété de stratégies et de styles donne la possibilité de combiner des fonds de couverture pour obtenir des rendements diversifiés dans diverses conditions de marché
- Diversification par rapport aux catégories d'actif traditionnelles, alliée à une volatilité relativement faible
- Capacité à atténuer le risque de repli des marchés boursiers
- De nombreuses stratégies de fonds de couverture peuvent être reproduites au moyen d'instruments de fonds communs de placement non traditionnels liquides. Les placements non traditionnels liquides offrent une liquidité au quotidien, des frais réduits et un rendement attendu après déduction des frais similaire à celui des fonds de couverture non liquides équivalents

Les fonds de couverture sont des instruments en gestion commune qui investissent dans une grande variété de marchés, d'actifs et de titres. Ils s'appuient sur des techniques de placement complexes pour déceler et tirer de la valeur. En procurant une protection attendue les baisses attendues en période de repli boursier et une participation aux marchés haussiers, les fonds de couverture constituent souvent un ajout précieux à un portefeuille bien diversifié.

Il existe un éventail vaste et éclectique de stratégies de fonds de couverture (graphique 9). Les processus de placement utilisés pour mettre en œuvre les stratégies peuvent être hautement quantitatifs, totalement qualitatifs ou se situer entre les deux. Les horizons de placement peuvent varier, allant de quelques secondes à plusieurs années, selon l'occasion de placement. Un investisseur institutionnel type affectera des fonds à un ensemble de stratégies de fonds de couverture complémentaires afin de maximiser la diversification au sein de cette composante du portefeuille, ainsi que dans l'ensemble de son portefeuille. Les stratégies de fonds de couverture les plus courantes comprennent :

- **Stratégie macroéconomique mondiale** : tire profit d'une évaluation descendante des conditions géopolitiques et macroéconomiques mondiales et idiosyncrasiques. Utilise un vaste univers de placement englobant une vaste gamme de catégories d'actif et de stratégies.
- **Stratégies multiples** : combine une variété de stratégies de placement complémentaires gérées par différentes équipes de gestion de portefeuille, généralement au sein d'une même organisation, dans le but de procurer aux investisseurs un flux de rendement relativement régulier. Le risque de concentration lié aux gestionnaires est élevé. **Stratégie de fonds de fonds de couverture** : placements en tant que commanditaire dans une gamme d'autres stratégies de fonds de couverture (les commandités) afin de construire un portefeuille diversifié de fonds de couverture. Les avantages comprennent les économies d'échelle, la diversification, la capacité de négocier des réductions de frais et l'accès à des fonds autrement fermés aux nouveaux investisseurs. La stratégie diffère des stratégies multiples dans la mesure où les fonds de couverture sélectionnés couvrent un éventail de gestionnaires et ne proviennent pas de la même organisation.
- **Stratégie de fonds de couverture d'actions** : comprend des positions acheteur/vendeur, neutre au marché et vendeur à découvert. Cette dernière se spécialise dans la mise à profit d'occasions où la valeur de l'actif est considérablement surévaluée ou dans la découverte de catalyseurs de baisses, comme une fraude comptable ou des malversations de la direction.
- **Stratégie axée sur les événements** : affiche un profil de rendement semblable à celui des vendeurs d'assurance. Le fonds permet d'obtenir des primes de risque relativement faibles pour fournir une protection contre les pertes importantes associées à des événements défavorables. Les stratégies incluent aussi l'arbitrage sur fusion, qui vise à tirer parti de l'écart entre le prix de souscription annoncé et le cours du marché avant la conclusion d'une fusion.
- **Stratégie axée sur la valeur relative** : stratégies de positions acheteur/vendeur portant sur des titres connexes, dont des actions et des obligations, et misant sur la volatilité. Les stratégies assument peu de risque lié au marché et profitent de la convergence des prix dans des conditions de marché normales. La catégorie comprend aussi les stratégies d'arbitrage des obligations convertibles.
- **Stratégie activiste** : cherche à repérer des sociétés par actions qui ne maximisent pas la richesse des actionnaires et à investir dans des positions qui profitent d'une modification apportée à la gouvernance. Les stratégies comprennent les dettes d'entreprises en difficulté et l'arbitrage de structure du capital.

- Stratégie sur contrats à terme gérés :** stratégies fondées sur les tendances, offertes par les conseillers en opérations sur marchandises. Les contrats à terme gérés offrent généralement une couverture contre les risques extrêmes à faible coût durant les replis boursiers épisodiques, lorsque les stratégies fondées sur les tendances cernent les tendances négatives du marché et en tirent parti. Ces stratégies offrent des rendements moins intéressants sur des marchés confinés dans une fourchette étroite, lorsque les stratégies fondées sur les tendances risquent d'être prises d'assaut.
- Stratégie de placements non traditionnels liquides :** stratégies des fonds communs de placement réglementés qui reproduisent diverses stratégies de fonds de couverture, notamment les stratégies macroéconomiques, les stratégies multiples, les stratégies de positions acheteur/vendeur sur actions, les stratégies neutres au marché et les stratégies privilégiant les positions vendeur et les stratégies sur contrats à terme gérés. Comparativement à leurs fonds de couverture équivalents, les placements non traditionnels liquides offrent une liquidité quotidienne plus élevée, des frais moins élevés et des rendements attendus après déduction des frais similaires.

Graphique 9 - Les corrélations relativement faibles avec les fonds de couverture permettent aux investisseurs d'investir dans un ensemble complémentaire de stratégies qui devraient apporter une diversification par rapport aux autres placements du portefeuille.

Catégorie d'actif	Macro	Stratégies multiples	Fonds de fonds de couverture	Positions acheteur/vendeur sur actions	Neutre au marché	Axé sur les événements	Valeur relative	Arbitrage des obl. convertibles	Arbitrage activiste	Contrats à terme gérés	Actions cotées	Titres à revenu fixe des marchés publics
Macro	1,00											
Stratégies multiples	0,33	1,00										
Fonds de fonds de couv.	0,52	0,82	1,00									
Positions acheteur/vendeur sur actions	0,41	0,78	0,93	1,00								
Neutre au marché	0,39	0,45	0,59	0,54	1,00							
Axé sur les événements	0,35	0,85	0,89	0,92	0,50	1,00						
Valeur relative	0,24	0,92	0,83	0,80	0,51	0,87	1,00					
Arbitrage des obl. conv.	0,18	0,86	0,71	0,69	0,40	0,73	0,88	1,00				
Arbitrage activiste	0,18	0,79	0,84	0,90	0,56	0,91	0,83	0,73	1,00			
Contrats à terme gérés	0,75	0,05	0,19	0,02	0,26	-0,01	0,01	-0,03	-0,09	1,00		
Actions cotées	0,34	0,70	0,77	0,86	0,40	0,81	0,72	0,60	0,85	-0,01	1,00	
Titres à revenu fixe des marchés publics	-0,03	0,06	0,09	0,08	-0,10	0,04	0,09	0,10	0,12	0,04	0,16	1,00

Les **cellules en bleu** indiquent les occasions de diversification moyenne la plus élevée. Les **cellules en rouge** indiquent les paires présentant les corrélations les plus élevées. Les chiffres inférieurs à 0,49 indiquent les possibilités de tirer le meilleur parti de la diversification. Les chiffres supérieurs à 0,50 indiquent les corrélations par paires les plus élevées.

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur de données tiers suivant : Bloomberg Finance LP. Échantillon maximal de janvier 2000 à mars 2023.

Croissance soutenue

Les capitaux continuent d'affluer vers les placements non traditionnels des marchés privés, les investisseurs cherchant des moyens plus efficaces d'améliorer l'étendue et la diversification des portefeuilles, et d'améliorer les rendements à long terme attendus. Notre analyse approfondie a cherché à permettre au lecteur de mieux comprendre les diverses facettes des placements non traditionnels des marchés privés pour l'aider à prendre des décisions en matière de répartition. Nous espérons que notre analyse a été instructive.

À propos des auteurs



Michael Sager, Ph.D.

Directeur général et chef des placements
Multiclasse d'actifs et gestion des devises
Gestion d'actifs CIBC



À propos de Gestion d'actifs CIBC

Gestion d'actifs CIBC croit fermement que chaque solution de placement personnalisée nécessite recherche et rigueur. Nous sommes spécialisés dans diverses solutions de placement, comme les actions, les titres à revenu fixe, la gestion des devises, l'investissement guidé par le passif, la répartition de l'actif et les placements responsables.

Dans toute notre gamme de solutions de placement, nous nous engageons à conduire des recherches robustes. Les analystes des secteurs et des régions spécialisés se concentrent sur la recherche sur les industries et la génération d'idées relatives à des titres en particulier. Nos professionnels en placements s'appuient sur une expertise vaste et diversifiée et partagent les résultats de recherches exclusives entre nos équipes spécialisées dans les différentes catégories d'actif. Communiquer l'information aux différentes équipes nous permet de maximiser les occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de nos clients.

Communiquez avec nous en tout temps

Pour en savoir plus sur [Gestion d'actifs CIBC](#) et sur nos solutions de placement, veuillez communiquer avec votre conseiller.

Pour en savoir plus, suivez-nous sur [LinkedIn](#).

¹ De nombreuses stratégies de fonds de couverture peuvent être reproduites au moyen de stratégies de placements non traditionnels liquides qui investissent sur les marchés publics.

² Les sociétés du marché intermédiaire peuvent être considérées comme des sociétés ayant un BAIIA d'environ 50 millions de dollars. Les sociétés du marché intermédiaire inférieur ont un BAIIA qui se situe entre 5 M\$ et 25 M\$. Selon la définition de [PGIM \(2022\), New Frontiers](#).

³ Habituellement, un taux de défaillance plus faible et des taux de recouvrement plus élevés iraient de pair avec un rendement plus faible. Toutefois, la prime d'illiquidité fait en sorte que les rendements attendus des titres de créance de sociétés fermées restent relativement élevés.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. en date du août 2023, à moins d'indication contraire, et peuvent changer en tout temps. Gestion d'actifs CIBC inc. n'assume aucune obligation ni responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions.

Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne constitue aucunement des conseils financiers, fiscaux, juridiques, comptables ou de placement. Il ne doit être considéré ni comme des prévisions sur le rendement futur des marchés ni comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés.

La situation personnelle de chacun 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. Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc. Le rendement passé peut ne pas se reproduire et n'est pas garant du rendement futur.

Les énoncés prospectifs comprennent des énoncés de nature prévisionnelle, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou qui y font référence, ou qui comprennent des termes comme « s'attendre à », « prévoir », « compter », « planifier », « croire », « estimer » ou d'autres termes similaires. De plus, tous les énoncés qui peuvent être faits concernant le rendement futur, les stratégies ou les perspectives et les éventuelles mesures futures prises par le fonds sont aussi des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne sont pas garants du rendement futur. Ces énoncés comportent des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats et les réalisations réels du fonds diffèrent sensiblement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés. Ces facteurs comprennent, sans s'y limiter, la conjoncture économique, la conjoncture des marchés et des entreprises en général, les fluctuations des prix des titres, des taux d'intérêt et des taux de change, les changements dans la réglementation gouvernementale et les événements catastrophiques.

La liste ci-dessus des facteurs importants qui peuvent influencer sur les résultats futurs n'est pas exhaustive. Avant de prendre des décisions de placement, nous vous invitons à examiner attentivement ces facteurs, ainsi que d'autres. Gestion d'actifs CIBC inc. ne s'engage pas, et décline expressément toute obligation, à mettre à jour ou à réviser tout énoncé prospectif, que ce soit à la suite de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou autrement, avant la publication du prochain rapport de la direction sur le rendement du fonds.

« Bloomberg^{MD} » et « Bloomberg U.S. Aggregate Total Return » et « Bloomberg U.S. Corporate high-Yield Total Return » sont des marques de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affilié à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc. Bloomberg ne garantit pas le caractère opportun, l'exactitude ou l'exhaustivité des données ou renseignements liés à « Bloomberg U.S. Aggregate Total Return » et « Bloomberg U.S. Corporate high-Yield Total Return ».

Couverture : la compensation ou la réduction du risque associé à la totalité ou à une partie d'un investissement ou d'un groupe d'investissement existant. La couverture croisée est autorisée tant qu'il existe un haut degré de corrélation entre les changements de prix de marché de l'investissement/du groupe d'investissement et l'instrument de couverture. Création d'une exposition à certains marchés : réplique du marché action, obligataire, monétaire, de change ou d'autres indices ou titres, afin de réduire les coûts de transaction et d'obtenir une plus grande liquidité. Faciliter le processus de gestion des investissements : augmenter la vitesse, la flexibilité et l'efficacité dans les opérations de gestion.

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