

Regard sur les placements privés

- Les placements privés (PP) sont reconnus pour améliorer le profil de rendement/risque des portefeuilles pour les investisseurs ayant un horizon de placement à long terme.
- Certaines initiatives visant à améliorer l'accès à cette catégorie d'actifs permettront de mieux servir les investisseurs institutionnels et les investisseurs en gestion privée.



Les contraintes de liquidités, la complexité des frais, et l'investissement sans droit de regard, entre autres, ont contribué à ce que les placements privés soient uniquement accessibles aux plus grands investisseurs institutionnels, à savoir les régimes de retraite universels, les fonds souverains, les fonds de dotation et les grandes sociétés de gestion de fortunes familiales. Au fur et à mesure que l'industrie des placements se démocratise, des changements structurels pourraient aider à mettre cette catégorie d'actifs de 2,8 billions de dollars¹ entre les mains des petits investisseurs institutionnels et des clients de gestion privée. Compte tenu de leur profil de rendement/risque intéressant et de leurs avantages en matière de diversification de portefeuille, les PP pourraient devenir un pilier important pour les portefeuilles de ces investisseurs.

Le comment et le pourquoi des PP

À l'instar de l'infrastructure, de l'immobilier, des ressources naturelles et des fonds de couverture, les PP sont des actifs non traditionnels. Comparativement aux placements traditionnels comme les actions et les obligations de compagnies publiques, le profil rendement/risque, les caractéristiques de liquidité et l'horizon de placement des PP sont considérablement différents, offrant ainsi une diversification de portefeuille importante. Même au sein des PP, il existe d'importantes différences de risque et de rendement en fonction du stade où se situe la compagnie dans son cycle de vie.

	Capital de démarrage	Capital de croissance	Capital de rachat
Revenus et rentabilité de l'entreprise	Entreprises en démarrage; pré-revenu à pré-profit	Entreprises généralement rentables et génératrices de flux de trésorerie positifs; toujours en expansion	Entreprises rentables et génératrices de flux de trésorerie positifs, ayant atteint une maturité dans leur cycle de croissance
Utilisation des fonds	R&D; développement de produits; lancement de produits et entrée sur le marché	Expansion de marché expansion; Fusions et acquisitions	Réorganisation visant à dynamiser la croissance et à augmenter la rentabilité
Rendement/Risque et cible de rendement pour les compagnies dans le portefeuille	Haute probabilité de perte totale; potentiel pour des gains très élevés; cible de rendement d'au moins 5x	Faible risque de perte totale; grande probabilité de gains importants; cible de rendement d'environ 3 à 4x	Très faible risque de perte totale; grande probabilité de gains supérieurs à ceux du marché; cible de rendement d'environ 2 à 3x

Âge de la compagnie →

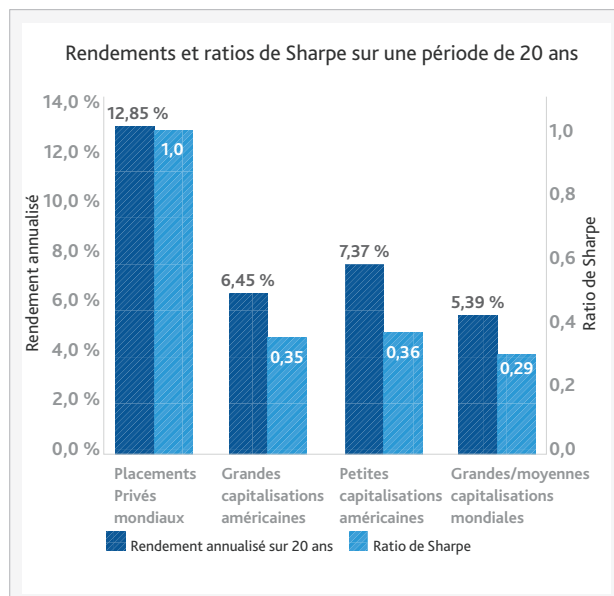
Source : Fiera Capital

1 « The rise and rise of private markets; McKinsey Global Private Markets Review 2018 »; McKinsey & Company. Février 2018.

Dans l'industrie, le terme PP fait généralement référence au capital de rachat et au capital de croissance, alors que le capital de risque fait référence aux investissements de démarrage. Dans ce document, nous utiliserons le terme « placements privés » (PP) en référence au capital de rachat et au capital de croissance. Ces derniers offrent un équilibre adéquat entre le risque pris comparativement aux actions de sociétés ouvertes et le potentiel de générer des niveaux de rendement accrus.

Le principal avantage des PP est leur rendement supérieur. À long terme, les rendements des PP ont été supérieurs à ceux des sociétés publiques et ont comporté moins de risque. Au cours des 20 dernières années jusqu'au T1 de 2018, les PP à l'échelle mondiale ont enregistré un rendement annuel de 12,85 % (exprimé en dollars canadiens) avec un ratio de Sharpe de 1,00. Comparez ce rendement, disons, à celui du S&P 500 de 6,45 %, assorti d'un ratio de Sharpe de 0,35, et on voit que les avantages de rendements supérieurs et d'atténuation des risques de cette catégorie d'actifs sont considérables. C'est tout aussi vrai lorsqu'on compare les PP aux titres de sociétés américaines à petite capitalisation et de sociétés mondiales à grande et à moyenne capitalisation.

Les PP ont démontré un meilleur ratio rendement/risque au fil du temps



Source : Fiera Capital, Solutions Multi-actifs. Indices: Grandes capitalisations américaines, S&P 500 (USD); Petites capitalisations américaines, Russell 2000 (USD); Grandes/moyennes capitalisations mondiales, MSCI World (Devise locale); Placements privés mondiaux, Cambridge Global Buyout (USD). Données de rendement total, sur une base trimestrielle de T3 1998 au T1 2018.

Qu'est-ce qui explique ces rendements ?

Tout d'abord, l'univers d'investissement pour les PP est beaucoup plus large que celui des marchés boursiers, étant donné le plus grand nombre de sociétés privées. Souvent, les petites et moyennes entreprises ne sont pas bien adaptées pour le marché public, car elles n'ont pas l'envergure nécessaire pour faire face aux nombreux coûts réglementaires et juridiques. Investir dans les sociétés privées permet d'accéder à une partie du marché qui n'a pas été exploitée efficacement par le marché public.

Deuxièmement, contrairement aux investisseurs des marchés publics, les investisseurs privés ont accès à des informations privilégiées avant d'effectuer un placement. Ils effectuent une revue diligente au sein d'une entreprise pendant des mois. L'accès aux membres de la direction et aux informations privées de l'entreprise permet de développer des perspectives différentes, une meilleure compréhension et de faire de meilleurs choix en matière d'investissement.

Troisièmement et non des moindres, l'un des facteurs clés de rendement supérieur au sein d'une entreprise est la création de valeur opérationnelle que les gestionnaires de PP, ou les « commandités », amènent. Les sociétés de portefeuille ont parfois dépassé la capacité de leurs ressources et de leurs équipes de gestion; les commandités peuvent aider à repérer des problèmes précis et à les résoudre, tout en accélérant la croissance. Souvent, les commandités ont recours à des gestionnaires ou à des administrateurs chevronnés de leurs réseaux pour résoudre ces problèmes; réorganiser la structure du capital de la société; aider l'entreprise à prendre de l'expansion dans de nouveaux marchés; ou soutenir l'acquisition d'entreprises concurrentes. En conséquence, lorsque des investisseurs privés expérimentés prennent une position dans une entreprise, cette dernière se retrouve habituellement dans une situation financière et opérationnelle plus solide qu'auparavant.

Commandité vs commanditaire dans un fonds de PP

Commandité

Firme qui investit le capital confié par les commanditaires et gère le portefeuille de placement, en échange de frais de gestion.

Commanditaire

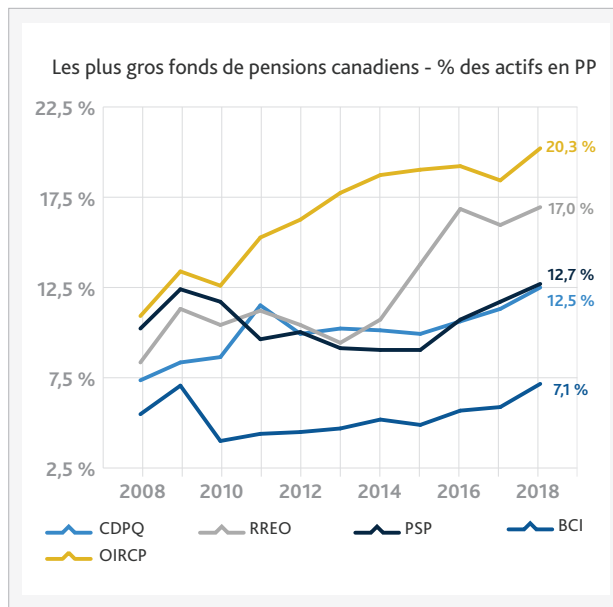
L'investisseur externe qui fournit du capital. Ils sont majoritairement des régimes de retraite, des sociétés d'assurances, des fonds de dotation, des fonds souverains, des grandes sociétés de gestion de fortunes familiales et des investisseurs en gestion privée.

Présence institutionnelle et intérêt croissant

Les PP sont une partie intégrante des programmes d'investissements des institutions aux É.-U., au Canada et à l'étranger. En fait, les PP occupent une place de plus en plus importante dans les portefeuilles des grands investisseurs, tels les régimes de retraite et les fonds souverains. Aux États-Unis, les fonds de dotation universitaires ont été parmi les premiers à adopter les PP, et ont augmenté leurs allocations de manière importante depuis les années 1990. D'importants fonds de retraite publics ont également investi depuis le début de cette catégorie d'actifs.

Au cours de la dernière décennie, les régimes de retraite canadiens, en particulier, ont réussi à intégrer les PP ainsi que d'autres actifs non traditionnels et ont considérablement augmenté leurs allocations dans les PP.

Allocation croissante des fonds de pension canadiens aux placements privés



Source : Fiera Capital; rapport annuels des fonds de pension. CDPQ & RREO ont été avancé d'un an en raison de différentes dates de fin d'exercice. CDPQ: Caisse de dépôt et de placement du Québec; RREO: Régime de retraite des enseignants de l'Ontario; OIRCP: L'office d'investissement du régime de pensions; PSP: Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public; BCI: British Columbia Investment Management Corporation.

Ces régimes de retraite ont été parmi les premières institutions financières à intégrer les placements non traditionnels dans leurs portefeuilles, reconnaissant leurs avantages pour les investisseurs ayant un horizon de placement à long terme. Ils ont également créé un modèle de placement diversifié comprenant des investissements secondaires, des fonds, des co-investissements et des investissements directs. Le « modèle canadien », tel qu'il est connu aujourd'hui, a fait ses preuves, et est reproduit par d'importants fonds à travers le monde.

Formes d'investissements en PP

Investissements directs

Investissements majoritaires ou minoritaires directement dans une compagnie.

Co-investissements

Investissements directs dans une société en collaboration avec une ou plusieurs firmes de placements privés.

Fonds (ou investissements primaires): Placements dans un fonds lors de sa création, lequel fonds aura pour but d'investir dans un portefeuille composé de plusieurs entreprises.

Investissements secondaires

Achat d'un engagement dans un fonds plus mature ou d'un portefeuille d'actifs ou de fonds vieillissant.

Fonds de fonds

Un fonds qui investit dans plusieurs fonds de placements privés.

Méthodes d'investissement dans des PP

Historiquement, les commandités des PP ont adopté la structure de fonds d'investissement à capital fixe, selon laquelle le gestionnaire mobilise du capital sur une période d'environ un an avant de fermer le fonds et d'investir le capital sur plusieurs années. Bien qu'elle ne soit pas parfaite, cette structure a été adoptée par les plus grands investisseurs. Compte tenu de leur taille et de leurs ressources, les grands acteurs institutionnels sont capables de surmonter les problématiques inhérentes à cette structure, à savoir les délais d'investissement (puisque le fonds a une « durée de vie »), de longues périodes de blocage et l'existence d'une structure « mise en commun sans droit de regard » selon laquelle les investisseurs ne savent pas quels placements figureront dans leur portefeuille de PP. Étant donné que la demande pour cette catégorie d'actifs continue de croître, la structure de fonds d'investissement à capital fixe subsiste. En effet, les grandes institutions ont continué à engager des fonds importants pour financer les fonds de placements privés, et la « dry powder » (les liquidités disponibles dans le fonds en attente de déploiement) en Amérique du Nord et en Europe à elle seule s'élevait à environ 677 milliards de dollars à la fin de 2017.²

Il existe trois voies traditionnelles en matière d'investissement dans les PP : un investissement direct dans lequel un investisseur négocie et investit directement dans une société privée; un investissement dans un seul

fonds de placements privés, qui mobilise du capital auprès de multiples investisseurs, déployant le capital combiné dans plusieurs sociétés de portefeuille; et un fonds de fonds, qui choisit et déploie du capital dans plusieurs fonds de placements privés.

Bien entendu, investir dans les PP engendre de nombreux défis, quelle que soit la voie choisie. Par exemple, alors que l'investissement direct peut réduire les frais payés au commandité, il est nécessaire de recruter et développer une équipe d'investissement à l'interne. Cette décision peut en fait s'avérer plus coûteuse, car les économies d'échelle n'existent pas pour les investisseurs disposant de moins de capital. Les investissements dans des fonds uniques et les fonds de fonds exigent habituellement une période de blocage considérable - souvent dix ans et plus - alors que les frais (et, dans le cas des fonds de fonds, des frais sur des frais) ont tendance à réduire le rendement des investisseurs. De plus, il existe habituellement un décalage important entre le moment où le capital est affecté au fonds et le moment où le capital est déployé. Pour cette raison, l'investisseur n'atteint son allocation cible à la classe d'actifs que des années plus tard, lorsque le capital est entièrement déployé. Étant donné que les frais sont déterminés en fonction du capital commis, ce délai contribue à une sous-performance durant les premières années d'un fonds, un phénomène connu sous le nom d'effet de la « Courbe J ».

Placements privés – voies et défis d'investissement

Investissement direct	Fonds unique	Fonds de fonds
<ul style="list-style-type: none"> • Complexe – des dizaines de milliers de sociétés de portefeuille à l'échelle mondiale • Coûteux à effectuer à l'interne en raison des faibles économies d'échelle des petites institutions ou des investisseurs privés • Peu ou aucune diversification 	<ul style="list-style-type: none"> • Concentration en terme de gestionnaire, secteur, région et par « millésime » • Mise en commun sans droit de regard – les investisseurs peuvent ne pas savoir dans quoi ils investissent • Délai entre l'engagement et le déploiement du capital • Effet de la Courbe J – les investisseurs subissent souvent des rendements négatifs au début en raison des frais chargés sur le capital commis et non le capital déployé • Longues périodes de blocage (environ 10 ans) → peu ou aucune liquidité • Les frais réduisent la performance 	<ul style="list-style-type: none"> • Indexation • Mise en commun sans droit de regard – les investisseurs peuvent ne pas savoir dans quoi ils investissent • Délai entre l'engagement et le déploiement du capital • Effet de la Courbe J plus prononcé • Longues périodes de blocage (environ 15 ans) → peu ou aucune liquidité • Deuxième niveau de frais qui réduit davantage le rendement

Source : Fiera Capital

2 « PE & VC Fundraising Mid-Year Update. » PitchBook Data. 2018

Évolution structurelle : fonds à capital variable

Afin d'élargir l'accès aux PP pour tous les investisseurs, les acteurs du secteur ont pris des mesures pour favoriser leur adoption en créant des véhicules de PP à capital variable. Les fonds de PP à capital variable présentent des caractéristiques qui atténuent plusieurs des défis mentionnés relativement aux placements dans cette catégorie d'actifs.

Par exemple, étant donné qu'ils sont dynamiques et perpétuels, les véhicules à capital variable peuvent offrir une liquidité accrue sous forme de fenêtres de rachat. En outre, le fait de charger les frais sur la valeur du portefeuille (au lieu de sur le capital commis), ainsi que le fait que de nouveaux investisseurs peuvent investir dans un portefeuille d'actifs matures, atténuent l'effet de la « Courbe J ». Enfin, les véhicules à capital variable sont plus transparents, permettant aux investisseurs d'évaluer les placements qui se trouvent dans le portefeuille. Pris dans leur ensemble, ces changements donnent lieu à un véhicule beaucoup plus intéressant pour les investisseurs de toute taille voulant investir dans les PP.

Avantages du portefeuille

Nous avons démontré que sur de longues périodes, les PP démontrent de meilleures caractéristiques de risque et de rendement que celles d'actions de sociétés publiques. Par contre, est-ce que l'ajout des PP à un portefeuille classique

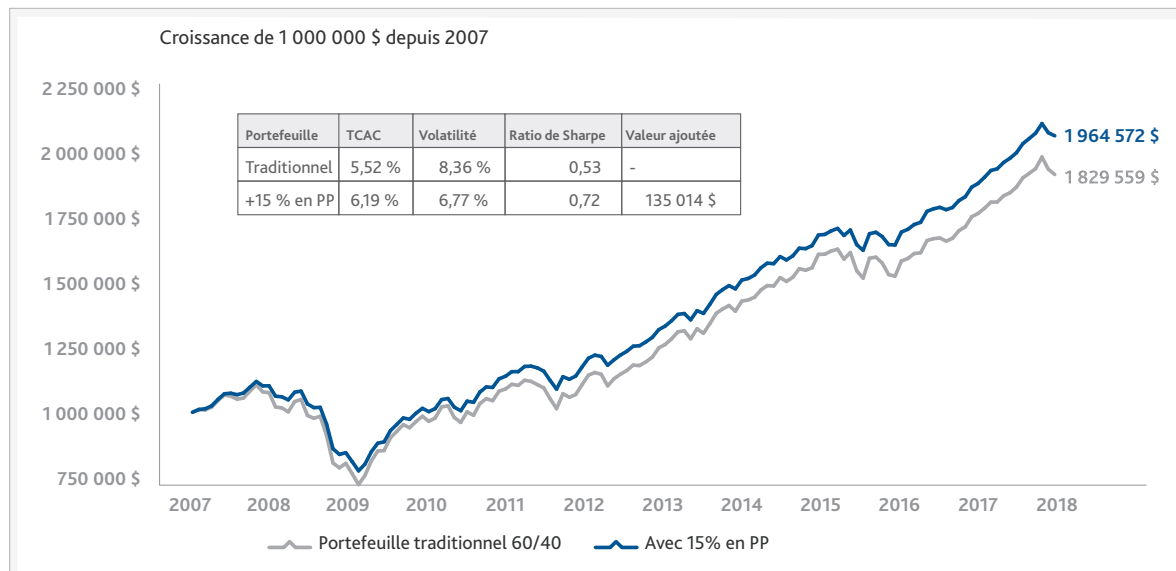
améliore ledit portefeuille ? Valent-ils la réduction de liquidité qui en résulte ?

Tout d'abord, il faut comprendre qu'un PP est un placement à long terme. Il peut prendre plusieurs années avant que des changements opérationnels et stratégiques se matérialisent dans une société de portefeuille. Tel qu'il a été mentionné précédemment, les fonds de PP ont des durées de vie de plus de dix ans. Par conséquent, les investisseurs qui ont un horizon de placement à court terme ne devraient pas chercher à affecter leur capital dans des PP.

Pour les investisseurs à long terme, l'ajout des PP à un portefeuille traditionnel présente un avantage considérable en raison de leur rendement et de leur corrélation relativement faible par rapport aux marchés boursiers. Par exemple, en utilisant des données à partir du début de 2007 jusqu'au premier trimestre de 2018, nous comparons le rendement d'un portefeuille traditionnel de 1 million de dollars composé à 60 % d'actions de société publiques et à 40 % de titres à revenu fixe par rapport à celui d'un portefeuille réparti à 15 % dans des PP. Le nouveau portefeuille génère un rendement additionnel de 135 000 \$ avec environ 20 % moins de volatilité, ce qui donne lieu à un ratio de Sharpe amélioré.

Les avantages deviennent particulièrement importants lorsque l'on détient des PP à travers les cycles économiques. Comme nous le verrons ci-dessous, les PP aident à tempérer les ralentissements économiques.

Les portefeuilles composés de PP ont eu un meilleur ratio rendement/risque au cours du dernier cycle économique



Source : Fiera Capital, Solutions Mutli-actifs. Indices: Actions mondiales, MSCI ACWI (devise locale); Obligations mondiales, Barclays Global Aggregate Hedged en dollar US; Placement Privé, Cambridge Global Buyout (USD). Données trimestrielles pour les PP, mensuelles pour les actions et obligations, de T1 2007 au T1 2018.

Les PP et le cycle d'investissement

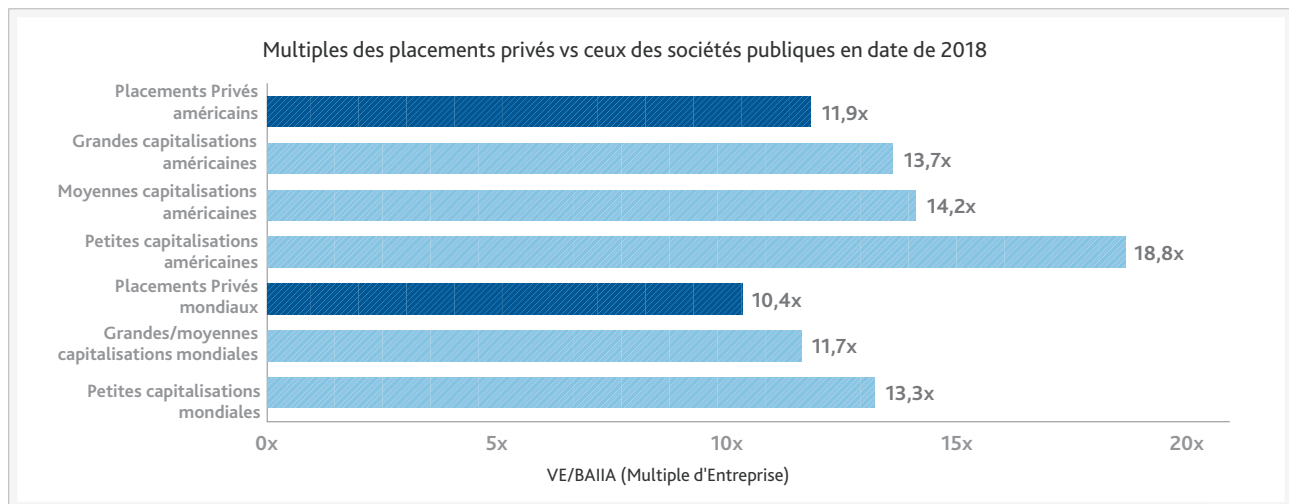
L'une des principales préoccupations pour les investisseurs qui pensent à une allocation aux PP demeure le cycle économique. Les valorisations des PP ont beaucoup augmenté depuis la crise financière mondiale. Compte tenu du cycle, certains commencent à douter de la capacité des PP à générer des rendements supérieurs à ceux du marché. Pour cette raison, est-ce maintenant vraiment le bon moment pour commencer à investir dans les PP?

Il est indéniable que les multiples de transaction des PP ont augmenté. La force de l'économie, l'excès de « dry powder » et les faibles taux d'intérêt ont stimulé l'activité des PP. Cependant, c'est tout aussi vrai pour les actions de sociétés publiques, qui ont connu une augmentation considérable de leurs multiples de Prix (Cours/Bénéfices) et

d'Entreprise (VE/BAIIA) depuis la crise financière mondiale.

Si l'on est à la recherche de valeur, les PP sembleraient être un meilleur choix, puisque les multiples VE/BAIIA des sociétés américaines et mondiales des PP sont moins élevés que ceux des actions de sociétés publiques comparables. Il en a toujours été ainsi dans le passé, en partie en raison de la prime de liquidité. Toutefois, en ayant un horizon à long terme et en choisissant des véhicules avec des occasions de liquidité, les investisseurs peuvent tirer avantage de l'escompte des PP tout en réduisant leur risque de liquidité. Dans l'ensemble, on peut dire que même si investir dans les PP n'est pas nécessairement bon marché comparativement à leurs niveaux de valorisation historiques, il n'en demeure pas moins qu'ils sont une option plus avantageuse que d'investir dans le marché boursier.

Les valorisations des placements privés sont inférieures à celles d'indices publics comparables



Source: Indices pour les sociétés publiques tirés de Bloomberg, données en fin de T3 relevées le 13 nov. 2018: Grandes cap. américaines, Russell 1000 Index; Moyennes cap. américaines, Russell Midcap Index; Petites cap. américaines, Russell 2000 Index; Grandes/moyennes cap. mondiales, MSCI World Index; Petites cap. mondiales, MSCI World Small Cap Index. Pour les placements privées: données de Pitchbook, T3 2018 pour États-Unis, Nov. 2018 pour mondiale.

Enfin, pour les investisseurs qui estiment que nous sommes en fin de cycle et que nous nous dirigeons potentiellement vers une période économique plus difficile, des études ont démontré que les PP résistent mieux aux ralentissements que les sociétés publiques. Plusieurs études universitaires ont démontré que les entreprises soutenues par les firmes de PP ont obtenu des rendements supérieurs comparativement à celles non soutenues par les firmes de PP et aux sociétés cotées en bourse pendant la crise financière mondiale. Plus précisément, il a été démontré que les compagnies en PP avaient obtenu un rendement sur les actifs supérieur de 5 % et une productivité supérieure de près de 14 % comparativement à ceux des sociétés publiques pendant la récession. Les entreprises privées soutenues par les PP affichaient également des taux de croissance plus élevés durant les récessions. Au même titre, ces firmes avaient des parts de marché plus importantes suite aux récessions. Ceci s'explique par la disponibilité des capitaux en temps de crise. Les entreprises soutenues par les firmes de PP ont accès aux ressources financières de leurs propriétaires, et peuvent, de ce fait, investir dans des projets profitables, alors que les entreprises publiques ont un accès plus limité aux capitaux, et ont donc tendance à diminuer leurs investissements.

Le moment est-il venu d'investir dans les PP? Dans l'ensemble, la capacité des PP à résister aux cycles de marché et leur valorisation favorable par rapport à celle des actions de sociétés publiques justifient fortement d'investir dans les PP dans le contexte actuel.

Résultat : les investisseurs à long terme peuvent tirer avantage d'un accès plus facile aux PP

Les avantages des placements privés sont attrayants; les portefeuilles composés de PP ont produit des rendements impressionnants assortis de moins de risque que des portefeuilles traditionnels. Bien que la catégorie d'actifs ait été réservée aux plus grands investisseurs dans le passé, l'industrie s'adapte de manière à ce que plus d'investisseurs bénéficient du profil rendement/risque des PP et de leur capacité à diversifier un portefeuille. Grâce à leur performance durant les récessions et leur valorisation moins élevée par rapport à celle du marché boursier, les PP devraient constituer une catégorie d'actifs importante pour un plus grand nombre d'investisseurs à l'avenir.

3 Wilson, Nick; Wright, Mike; Scholes, Louise. « Private Equity Portfolio Company Performance Through the Recession. » 17 mars 2011.

4 Bernstein, Shai; Lerner, Josh; Mezzanotti, Filippo. « Private Equity and Financial Fragility During the Crisis. » Harvard Business School. 2017

fieracapital.com

Le présent document daté du 12 décembre 2018 est préparé par Corporation Fiera Capital et est destiné uniquement aux résidents du Canada. Il ne s'adresse pas aux citoyens, domiciliés ou résidents, ou à des entités inscrites dans un pays ou une juridiction où sa distribution, publication, mise à disposition ou utilisation contreviendrait aux lois et règlements en vigueur. Les informations et opinions contenues dans cette présentation sont fournies à titre informatif uniquement et elles sont susceptibles d'être modifiées. Les données fournies dans le présent document ne constituent pas des conseils de placement et ne doivent pas être considérées à ce titre, pas plus qu'elles ne doivent être considérées comme une sollicitation d'achat ni une offre de vente d'un titre. Elles ne tiennent pas compte des objectifs et stratégies de placement, de la situation fiscale ni de l'horizon de placement précis d'un investisseur. Il n'existe aucune représentation, garantie ni même responsabilité quant à l'exactitude des décisions fondées sur ces données. Les opinions formulées à l'égard d'une société, d'un titre, d'un secteur d'activité ou d'un secteur boursier ne doivent pas être interprétées comme une intention d'effectuer des transactions de négociation sur les fonds de placement gérés par Corporation Fiera Capital ou par l'un ou l'autre des membres du même groupe qu'elle. Les données de rendement relatifs aux composites sont des ensembles regroupant le rendement d'un ou de plusieurs portefeuilles de clients ou de fonds communs correspondant à des stratégies de placement similaires. Toutes les données sur le rendement sont pondérées dans le temps et sous-entendent un réinvestissement des distributions ou des dividendes et ne tiennent pas compte d'autres frais ou impôts sur le revenu exigibles qui auraient réduit le rendement. Aucune responsabilité ne sera acceptée pour toute perte ou tout dommage direct, indirect ou consécutif résultant de l'utilisation complète ou partielle de ce document. Les valorisations et les rendements sont calculés et présentés en dollars canadiens, sauf indication contraire. Les rendements passés ne sont pas garants des résultats futurs et d'autres méthodes de calcul peuvent produire des résultats différents. © Corporation Fiera Capital. Tous droits réservés.