



Votre guide pour les placements dans le capital-investissement

Pourquoi le capital-investissement?

Le capital-investissement est une vaste catégorie d'actifs, bien établie et en plein essor, qui suppose l'achat de parts dans des sociétés qui ne sont pas cotées en bourse. Les promoteurs du capital-investissement (ou associés commandités) contrôlent généralement ces sociétés et les regroupent dans des portefeuilles avec d'autres sociétés privées dans des fonds de capital-investissement. Ils assurent également une gestion directe afin d'améliorer les opérations commerciales dans le but de vendre éventuellement ces entreprises à profit.

Les rendements du capital-investissement prennent généralement la forme de gains en capital au moment de la vente des entreprises du portefeuille, soit sur le marché public, soit à un autre propriétaire stratégique ou privé.

En général, les investisseurs recherchent le capital-investissement pour son potentiel de rendement total substantiel, ainsi que pour sa volatilité et sa corrélation moindres par rapport aux actions cotées en bourse.

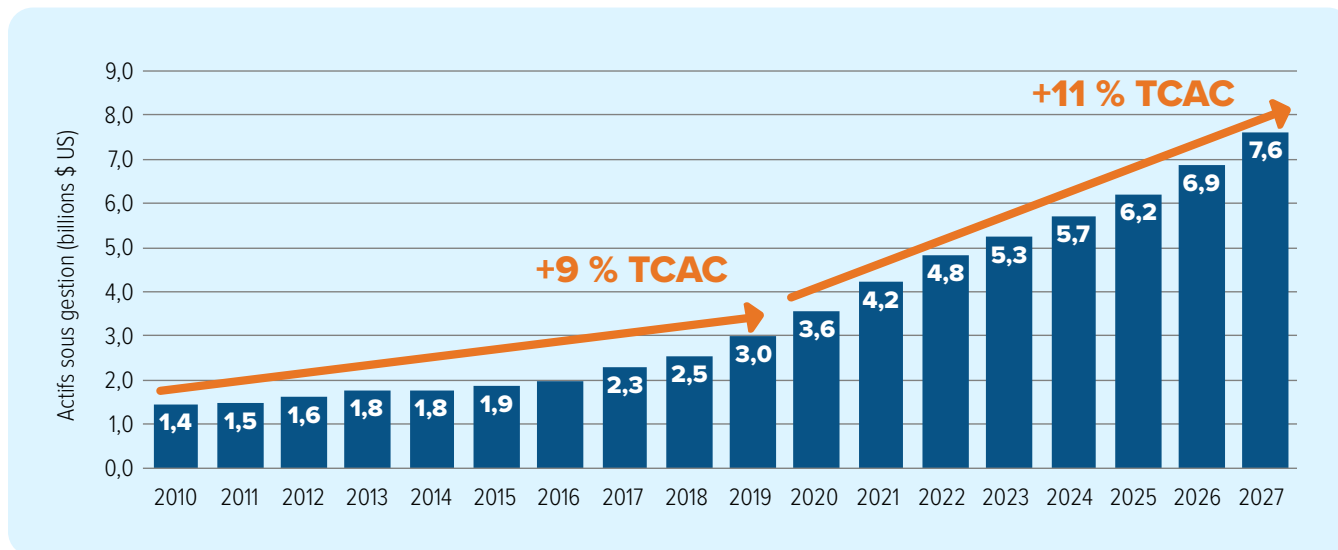
Dans ce guide, nous explorerons ce qui suit :

- 01** Qu'est-ce que le capital-investissement et pourquoi connaît-il une croissance aussi rapide?
- 02** Comment fonctionne le capital-investissement?
- 03** Quels sont les différents types de capital-investissement?
- 04** Comment les gestionnaires ont-ils accès au capital-investissement?
- 05** Que faut-il pour réussir en tant que gestionnaire de capital-investissement?
- 06** Comment fonctionne l'évaluation des fonds de capital-investissement?
- 07** Quels sont les risques associés aux placements dans le capital-investissement?
- 08** Quel est le point de vue de Mackenzie à propos de l'avenir du capital-investissement?

Une catégorie d'actifs bien établie en plein essor

L'investissement en capital-investissement existe au moins depuis les années 1960. Au cours des 10 dernières années, sa croissance s'est accélérée et le capital-investissement est devenu une catégorie d'actifs à part entière. Selon les données de Preqin, une société d'information sur les marchés privés, le taux de croissance du capital-investissement devrait encore s'accroître au cours des années à venir, sous l'effet de la hausse du nombre d'investisseurs, de l'amélioration de l'accès à la catégorie d'actifs et de l'augmentation des répartitions parmi les investisseurs en réponse, entre autres, aux rendements élevés et à la volatilité persistante des marchés boursiers.

CROISSANCE DES ACTIFS SOUS GESTION DU CAPITAL-INVESTISSEMENT (BILLIONS \$ US)¹



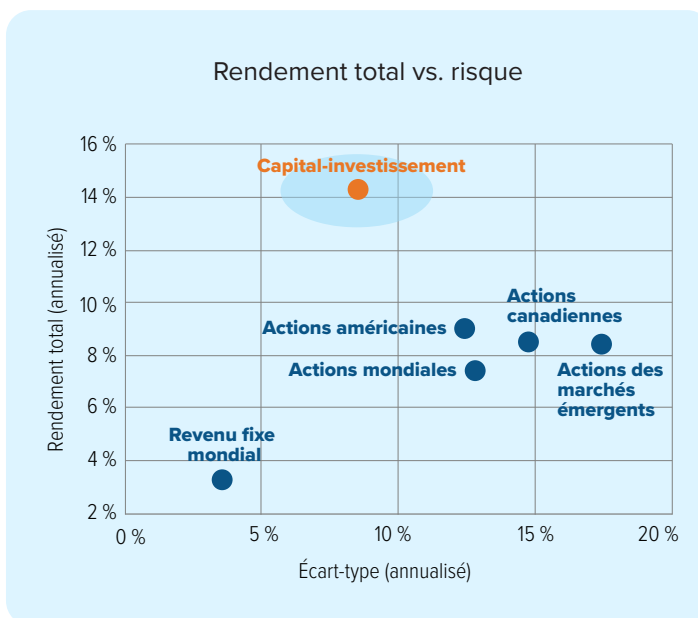
Croissance des actifs sous gestion du capital-investissement depuis 2010. En 2019, le taux de croissance annuelle composé était de 9 %. Entre 2019 et 2027, le taux de croissance annuelle moyen (TCAC) devrait être de 11 %, pour atteindre 7,6 milliards \$US.

Les investisseurs recherchent le capital-investissement pour son potentiel de rendement total accru et sa volatilité relativement faible par rapport aux investissements en actions cotées en bourse. Au cours des 25 dernières années, les placements privés en actions ont produit des rendements annuels de l'ordre d'environ 15 %, soit plusieurs points de pourcentage de plus que ceux offerts par les marchés boursiers publics. Parallèlement, la volatilité, ou le risque, se situe entre les marchés boursiers et les marchés des titres à revenu fixe mondiaux.

1 Source : Le chiffre de 2022 est annualisé en fonction des données jusqu'en novembre. Les chiffres de 2023 à 2027 constituent des prévisions de Preqin.

2 Sources : Données sur le capital-investissement fournies par Cambridge Associates. Indices des marchés publics fournis par Morningstar Direct. Capital-investissement : indice Cambridge U.S. Private Equity (anciennes données), actions canadiennes : indice composé S&P/TSX RT, actions américaines : indice de rendement total S&P 500, marchés émergents : indice MSCI EM IMI RN, titres à revenu fixe mondiaux : indice ICE BofA Global Broad Market RT (couvert en \$ CA), actions mondiales : indice MSCI Monde RN. Période comprise entre le 1^{er} octobre 2001 et le 30 septembre 2021. Les rendements des placements en capital-investissement sont présentés après déduction des frais, des charges et des intérêts reportés. Données libellées en \$ CA. L'écart-type est une mesure de la variation du rendement d'un actif par rapport à son rendement moyen pour une période donnée. Il est couramment utilisé pour évaluer la volatilité des fonds d'investissement. L'écart-type est une mesure de la variation du rendement d'un actif par rapport à son rendement moyen pour une période donnée. Il est couramment utilisé pour évaluer la volatilité des fonds d'investissement.

CAPITAL-INVESTISSEMENT VS. MARCHÉS PUBLICS²



Les rendements annualisés du capital-investissement (14 %) sont beaucoup plus élevés que ceux offerts par les marchés boursiers publics, avec un écart-type beaucoup plus faible. Source : Cambridge Associates, note de bas de page 2.

Même si les médias financiers mondiaux se concentrent presque exclusivement sur les marchés boursiers et les sociétés cotées en bourse, le monde des entreprises privées est considérablement plus vaste en termes d'occasions

de placement. Les marchés privés offrent une plus grande profondeur que les marchés publics, parce qu'il existe beaucoup plus d'entreprises privées dans le monde que d'entreprises cotées en bourse. Ceci est vrai pour les grandes entreprises et encore plus pour les entreprises de petite et moyenne taille. L'investissement dans le capital-investissement offre aux investisseurs la possibilité de participer à une activité commerciale mondiale importante ainsi qu'à une création de valeur substantielle à l'extérieur des marchés publics.

Le capital-investissement peut également apporter aux portefeuilles d'importants avantages de diversification, étant donné sa corrélation historique limitée avec les catégories d'actifs traditionnelles.

| | Corrélation avec le capital-investissement ¹ |
|-------------------------------|---|
| Capital-investissement | 1,00 |
| Actions canadiennes | 0,23 |
| Actions américaines | 0,57 |
| Actions des marchés émergents | 0,27 |
| Revenu fixe mondial | -0,28 |
| Actions mondiales | 0,55 |

Les régimes de retraite canadiens et d'autres grands investisseurs institutionnels ont reconnu le potentiel risque-rendement accru des placements en capital-investissement, y compris la possibilité de profiter d'une prime d'illiquidité. Ces caractéristiques expliquent pourquoi les investisseurs institutionnels ont augmenté leurs répartitions en capital-investissement au cours de la dernière décennie et pourquoi le capital-investissement occupe actuellement une part importante de leurs portefeuilles globaux.

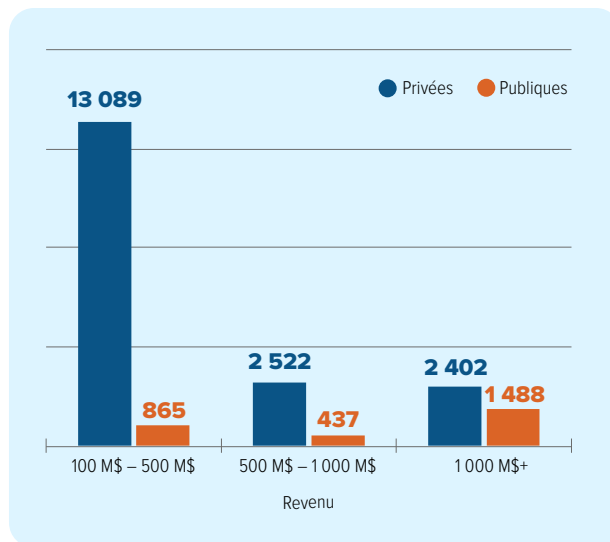
1 Source : Données sur le capital-investissement fournies par Cambridge Associates. Indices des marchés publics fournis par Morningstar Direct. Capital-investissement : indice Cambridge U.S. Private Equity (anciennes données), actions canadiennes : indice composé S&P/TSX RT, actions américaines : indice de rendement total S&P 500, marchés émergents : indice MSCI EM IMI RN, titres à revenu fixe mondiaux : indice ICE BofA Global Broad Market RT (couvert en \$ CA), actions mondiales : indice MSCI Monde RN. Période comprise entre le 1^{er} octobre 2001 et le 30 septembre 2021. Les rendements des placements en capital-investissement sont présentés après déduction des frais, des charges et des intérêts reportés. Données libellées en \$ CA.

2 Source : Capital IQ en date de février 2023.

3 Source : Données tirées des rapports annuels. 4 En date de mars 2022. 5 En date de décembre 2021. 6 En date de mars 2022. 7 En date de décembre 2021.

ENSEMBLE ÉLARGI D'OCCASIONS²

(basé sur les entreprises américaines)



Graphique : Entreprises américaines à petite capitalisation : Privées, 13 089; publiques 865. Entreprises américaines à moyenne capitalisation : Privées, 2 522; publiques 437. Entreprises américaines à grande capitalisation : Privées, 2 402; publiques 1 488.

RÉPARTITIONS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT DANS LES RÉGIMES DE PENSION CANADIENS³

| | 2010 | Actuel |
|-------|------|-------------------|
| OIRPC | 12 % | 32 % ⁴ |
| CDPQ | 11 % | 23 % ⁵ |
| PSP | 12 % | 15 % ⁶ |
| OMERS | 12 % | 16 % ⁷ |

Tableau : O.I.R.P.C. 2010, 12 %; actuel, 32 %. C.D.P.Q. 2010, 11 %; actuel, 23 %. P.S.P. 2010, 12 %; actuel, 15 %. OMERS 2010, 12 %; actuel, 16 %.

Le processus de capital-investissement

Un fonds de capital-investissement est généralement créé par un associé commandité responsable de la recherche et de l'exécution des investissements. Les associés commandités les plus performants ont souvent une expertise sectorielle, des capacités opérationnelles et autres qui leur permettent de créer de la valeur par une gestion active des entreprises sous-jacentes de leur portefeuille. L'associé commandité lèvera des fonds auprès d'associés commanditaires — des investisseurs en capital-investissement qui fournissent la plupart des capitaux pour financer les acquisitions.

Après une période initiale de levée de fonds, le cycle de vie d'un fonds de capital-investissement traditionnel peut être décomposé en trois étapes :

1. Étape d'investissement :

Il s'agit de l'étape de recherche de transactions et de négociation privée. Des capitaux sont progressivement recueillis dans le fonds pour financer des acquisitions auprès des investisseurs qui ont pris des engagements de capitaux pendant la période de levée de fonds.

2. Étape de création de valeur :

La croissance de la valeur nette est favorisée par les stratégies de croissance interne, des fusions et acquisitions, des améliorations des opérations ou de la rentabilité, des ajouts à l'équipe de direction et, dans certains cas, des restructurations. Ces initiatives visent à améliorer la croissance, les performances financières et les perspectives de l'entreprise.

3. Phase de récolte/réalisation :

Les entreprises transformées sont vendues, des gains sont réalisés et les liquidités sont distribuées aux investisseurs. La durée de vie typique des placements en capital-investissement individuels se situe entre quatre et sept ans.

Structure

Les fonds de capital-investissement traditionnels sont structurés en fonds à capital fixe. Le capital d'investissement est levé pendant une période initiale de collecte de fonds et appelé auprès des investisseurs lorsque des occasions sont repérées. Les investisseurs obtiennent des liquidités au fur et à mesure que les entreprises sont vendues après la création de valeur. Le capital et les gains éventuels sont retournés aux investisseurs au cours d'une durée de vie typique de 10 ans.

Les fonds de capital-investissement peuvent également être structurés en fonds à capital variable, un produit de plus en plus largement disponible pour les investisseurs particuliers. Ces fonds diffèrent des fonds à capital fixe en ce sens qu'ils :

- Acceptent de nouveaux capitaux sur une base permanente sans exigence de capitaux ou une exigence limitée.
- Disposent d'une réserve d'actifs privés à laquelle les nouveaux investisseurs sont immédiatement exposés.
- Peuvent avoir une durée de vie perpétuelle.
- Offrent une liquidité régulière, mais limitée aux investisseurs.

Ces fonds cherchent généralement à conserver une combinaison d'investissements à chaque étape du cycle de vie traditionnel des fonds de capital-investissement, ce qui procure une certaine liquidité. Ils peuvent également utiliser certains investissements sur le marché public pour fournir une liquidité supplémentaire.

L'importance de la sélection de gestionnaires

L'ampleur et la diversité des occasions offertes par le capital-investissement, combinées à l'inefficacité et à l'asymétrie du flux d'informations sur le marché, ont entraîné une dispersion significative des rendements entre les gestionnaires les plus compétents et les plus performants et ceux qui le sont moins. Cette dispersion des rendements est particulièrement prononcée dans le marché des petites et moyennes entreprises, où les rendements supplémentaires ont historiquement été obtenus par les gestionnaires du quartile supérieur.

EXEMPLE DE CYCLE DE VIE DES INVESTISSEMENTS ET DE PROFIL DE FLUX DE TRÉSORERIE¹

Engagement représentatif de 10 millions de dollars dans un fonds. Données en millions de \$ US

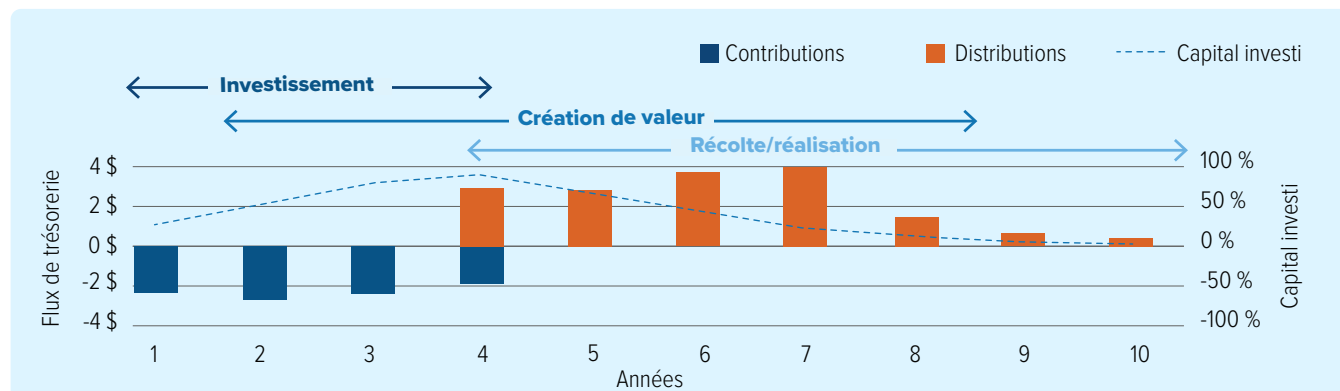


Illustration : Premières années d'investissement dans un fonds de capital-investissement. La création de valeur se poursuit pendant plusieurs années. La récolte commence à la mi-vie du fonds, lorsque le capital investi atteint son maximum.

¹ Source : Northleaf Capital Partners

Les gestionnaires les plus performants peuvent ajouter de la valeur à toutes les étapes du processus de capital-investissement :

1. Étape d'investissement :

Recherche des transactions les plus attrayantes ainsi que négociation et structuration des meilleures ententes.

2. Étape de création de valeur :

Amélioration des performances de l'entreprise par des fusions et acquisitions stratégiques, des initiatives de développement de produits et de marketing, ainsi que des améliorations opérationnelles et financières.

3. Étape de récolte :

Préparation des entreprises pour s'en départir et choix du moment approprié.

Compte tenu des rendements excédentaires importants générés par les gestionnaires du premier quartile, la sélection et la diversification des gestionnaires sont particulièrement importantes dans la catégorie d'actifs du capital-investissement.

RENDEMENTS DES FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT PAR TAILLE

Historiquement, les placements privés sur le marché intermédiaire ont surpassé les opérations plus importantes.¹

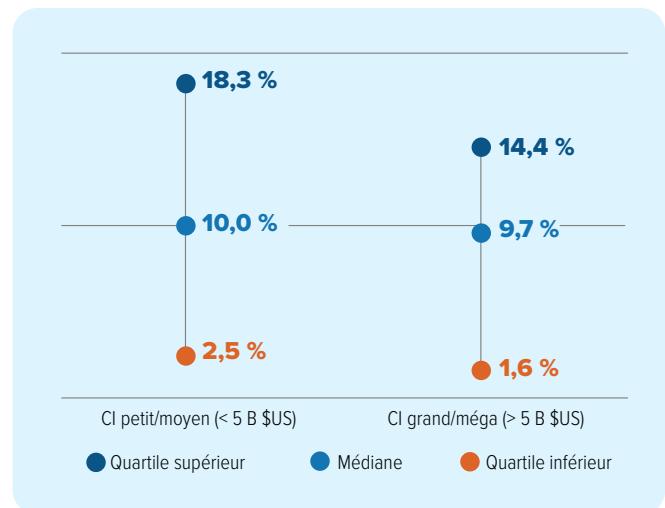


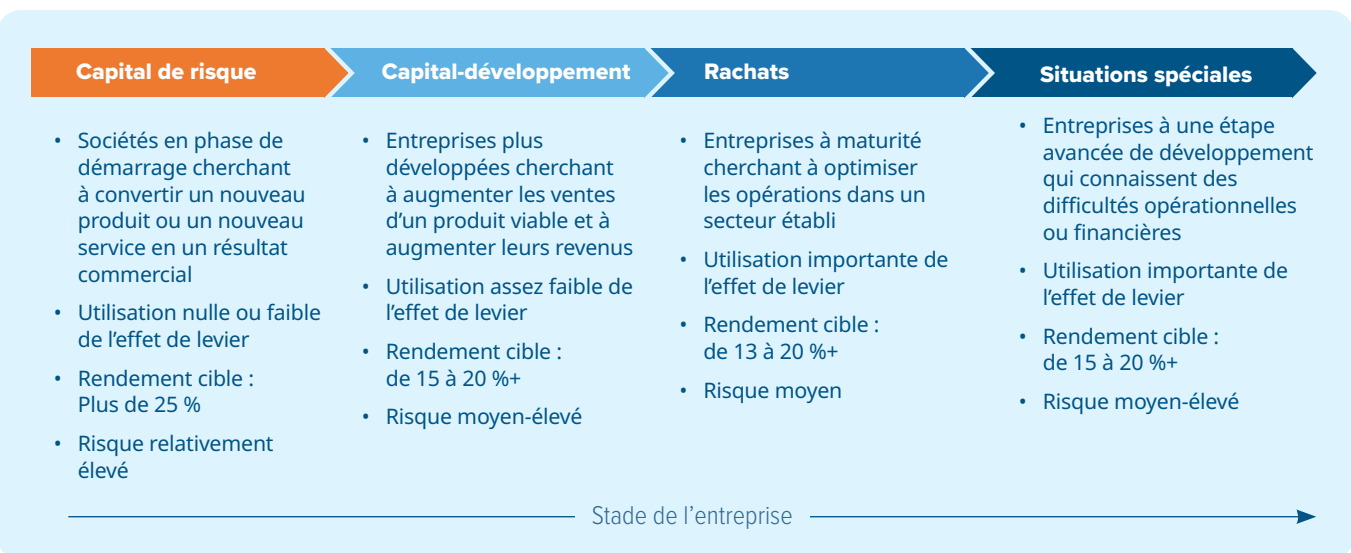
Illustration : Rendements des fonds de capital-investissement de petite/moyenne taille par rapport à ceux des fonds de capital-investissement de grande/méga taille par quartile : 18,3 % versus 14,4 % Médiane 10 % versus 9,7 % Quartile inférieur 2,5 % versus 1,6 %

¹ Source : Burgiss Private IQ, JP Morgan Asset Management; données au 20 juin 2020. Comprend les fonds de rachat par emprunt et de capital d'expansion pour les millésimes de 2006 à 2019

Stratégies de capital-investissement

Le capital-investissement peut être divisé en quatre grandes catégories, chacune ayant ses propres caractéristiques de risque et de rendement, qui tendent à se concentrer sur les entreprises à différents stades de leur cycle de vie. Les associés commandités du capital-investissement possèdent généralement une expertise dans l'un de ces domaines et y concentrent leurs efforts.

CAPITAL-INVESTISSEMENT – STRATÉGIES DE PLACEMENT



À des fins d'illustration seulement. Les informations sur le rendement cible sont fournies à titre indicatif et ne doivent pas être utilisées pour prendre des décisions d'investissement.

Comment les investisseurs peuvent accéder au capital-investissement

Il est possible d'accéder au capital-investissement de plusieurs façons. Les gestionnaires de fonds peuvent utiliser une ou plusieurs des méthodes suivantes pour construire des portefeuilles de capital-investissement diversifiés.

Investissements directs

- Achat direct des parts d'une société privée.
- Exige l'expertise d'un gestionnaire et une participation active.
- Exposition très concentrée à un seul actif.

Investissements principaux

- Des engagements de capitaux sont pris envers les associés commandités pendant la période initiale de levée de fonds.
- Les investisseurs n'ont pas de visibilité pour ce qui est des actifs privés finaux (risque de mise en commun sans droit de regard) et le capital est déployé au fil du temps lorsque des occasions sont identifiées.
- Ils ont généralement la durée la plus longue.
- Les investisseurs choisissent des associés commandités en fonction de leur expertise géographique, sectorielle et autre.
- Un fonds d'acquisition primaire typique permet aux investisseurs d'être exposés à plus de 10 à 15 entreprises au cours du cycle complet du fonds.

Investissements secondaires

- Accès à des entreprises qui sont déjà détenues par des fonds de capital-investissement à un stade plus avancé de leur cycle de création de valeur.
- Souvent réalisés par l'achat de parts dans des fonds de capital-investissement à maturité.
- Visibilité complète des sociétés sous-jacentes acquises.
- Ils peuvent également acheter du capital directement ou indirectement dans des sociétés déjà financées par des fonds de capital-investissement, en partenariat avec l'associé existant.
- Ils ont généralement une durée de vie plus courte que les fonds principaux et exigent moins de temps avant d'obtenir des liquidités.

Évaluation

Les investissements en capital-investissement sont relativement illiquides parce qu'il n'existe pas de marché public pour les titres sous-jacents. Cette catégorie d'actifs convient aux investisseurs dont l'horizon temporel est plus long en raison de la capacité de rachat de fonds limitée. Cette liquidité limitée est généralement compensée par un rendement attendu plus élevé — également appelé une « prime d'illiquidité ».

Les investissements en capital-investissement sont généralement évalués à intervalles réguliers, soit trimestriels, semestriels ou annuels, avec un décalage de 30 à 90 jours. Cette évaluation peu fréquente et la priorité accordée aux projections financières à plus long terme contribuent à la volatilité moindre des investissements privés par rapport aux investissements sur le marché public, dont le cours est évalué en permanence pendant une journée de négociation, et qui peuvent fluctuer en fonction du sentiment des investisseurs et d'autres facteurs qui peuvent avoir un impact relativement faible sur la performance de l'entreprise.

Le processus de détermination de la juste valeur de ces placements peut varier selon le fonds, mais il tend à suivre les principes comptables généralement reconnus.

Les approches d'évaluation suivantes sont courantes :

Flux de trésorerie actualisés

Consiste à prévoir les flux de trésorerie attendus d'une entreprise, à appliquer un taux d'actualisation prenant en compte les facteurs de risque spécifiques de l'entreprise et à les additionner pour obtenir une valeur nette.

Transactions comparables

Détermine les multiples d'évaluation appropriés (cours/bénéfice, cours/flux de trésorerie, cours/ventes, etc.) en fonction des transactions observables d'entreprises semblables sur les marchés privés.

Sociétés ouvertes comparables

Détermine les multiples d'évaluation appropriés en fonction de sociétés cotées en bourse comparables.

Frais

Les fonds de capital-investissement facturent généralement des frais de gestion. Ces frais servent généralement à financer les ressources dont les gestionnaires de capital-investissement ont besoin pour trouver, structurer et gérer les transactions.

De plus, les gestionnaires de capital-investissement facturent généralement une prime de performance qui augmente avec la performance du fonds. Ce type de structure de frais incite l'associé commandité à produire des rendements élevés et fait concorder les intérêts des gestionnaires de fonds avec ceux des investisseurs. La commission de performance variable est souvent sous réserve d'un taux de rendement minimal, c'est-à-dire un rendement minimum qui doit être atteint avant que la commission de performance ne soit versée.

Comprendre la courbe en J

Le cycle de vie de la performance d'un fonds de capital-investissement à capital fixe traditionnel forme souvent une « courbe en J », car les frais de gestion sont facturés sur le montant du capital engagé (plutôt que sur la valeur liquidative) et s'accumulent pendant l'étape d'investissement, alors que l'associé commandité recherche des transactions. De plus, l'étape initiale de création de valeur d'un investissement implique des investissements dans l'entreprise (dont des mises de fonds, des investissements en technologie, etc.) afin de permettre une accélération de la croissance avec le temps.

L'augmentation plus marquée de la valeur se produit lorsque la croissance de l'entreprise s'accélère et peut souvent être concentrée au moment de la vente des entreprises matures du portefeuille. L'effet de courbe en J peut être atténué en investissant dans un ensemble largement diversifié de placements en capital-investissement, avec une diversification des dates de maturité.

COURBE EN J

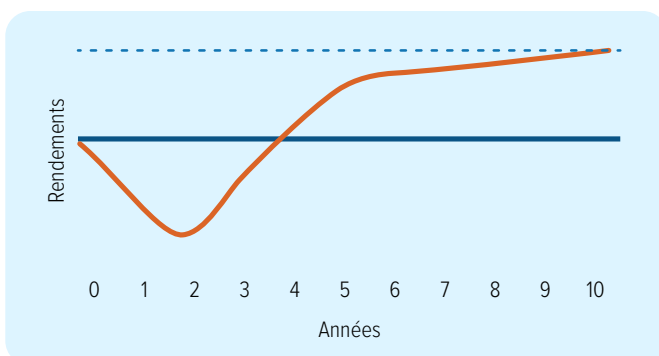


Illustration de la courbe en J, dans laquelle les rendements du capital-investissement sont d'abord négatifs au fur et à mesure que les investissements sont réalisés, puis positifs au fur et à mesure que la valeur est créée et récoltée.

Quels sont les principaux risques liés à l'investissement dans le capital-investissement ?

Risque associé aux capitaux propres

Les investissements en capitaux propres sont intrinsèquement risqués. Si une entreprise détenue dans un portefeuille de capital-investissement enregistre des résultats décevants, son évaluation devrait baisser, ce qui affectera les rendements des investisseurs. Ce risque peut être atténué dans un fonds par une diversification entre différents secteurs.

Des facteurs économiques plus larges, comme la croissance et l'inflation, peuvent également affecter les performances sous-jacentes des entreprises et leurs évaluations. Le processus d'évaluation du marché privé décrit ci-dessus contribue généralement à protéger les investissements contre le type de volatilité observé dans les actions, mais il n'élimine pas le risque général lié à la propriété d'entreprise dans une économie incertaine.

Risque de liquidité

La liquidité désigne la facilité et la rapidité avec lesquelles un investissement peut être racheté ou vendu. Les investissements dans les sociétés privées prennent généralement du temps pour arriver à maturité, car l'associé commandité met en œuvre des améliorations opérationnelles pour accroître la rentabilité des entreprises du portefeuille. Il est essentiel de comprendre que l'investissement dans le capital-investissement exige la capacité d'engager des capitaux dont l'investisseur n'a pas besoin pendant plusieurs années.

Comme il n'y a pas de marché secondaire limité, il peut être difficile ou coûteux pour un gestionnaire de capital-investissement de vendre une position à un tiers afin de lever des fonds pour financer des rachats. La période de détention moyenne prévue des entreprises au sein d'un fonds de capital-investissement affectera également le montant de liquidité qui peut être disponible pour les investisseurs. Il est dans l'intérêt supérieur des investisseurs que les fonds de capital-investissement offrent des modalités de rachat limitées et structurées qui sont alignées sur la liquidité du portefeuille sous-jacent. Il est essentiel que les investisseurs comprennent les caractéristiques de liquidité d'une stratégie de capital-investissement avant d'investir, car elles auront des répercussions sur leur capacité de racheter des parts au besoin.

La démocratisation du capital-investissement

La demande de capital-investissement n'a jamais été aussi forte, et celui-ci est maintenant généralement considéré comme un élément essentiel d'un portefeuille bien diversifié.

Les investissements sur le marché privé demeurent généralement hors de portée des investisseurs particuliers, mais il y a lieu d'être optimiste quant à la démocratisation de cette catégorie d'actifs.

Les innovations dans la conception des produits rendent l'investissement en capital-investissement plus accessible et plus liquide, avec des placements minimums réduits. Le capital-investissement offre une gamme de stratégies que les investisseurs peuvent utiliser pour compléter leurs investissements dans les marchés publics afin de produire de meilleurs rendements absolus et corrigés du risque.

Alors que les marchés des capitaux continuent d'évoluer et que la demande des investisseurs pour des placements alternatifs continue de croître, nous sommes convaincus que de plus en plus d'investisseurs particuliers pourront bénéficier de la création de valeur substantielle et des rendements attrayants générés par le capital-investissement.