



Trouver la valeur dans la structure du capital :

Billets avec remboursement de capital à recours limité

Les billets avec remboursement de capital à recours limité, ou billets ARL, constituent un segment en forte croissance du marché canadien des titres à revenu fixe, notamment du fait de leurs rendements supérieurs aux obligations de qualité traditionnelles comparables.

Émis par les institutions financières canadiennes, les billets ARL sont des instruments portant intérêt qui partagent certaines caractéristiques avec les actions privilégiées. Ils offrent aux investisseurs en revenu fixe un titre obligataire à haut rendement émis par des entités de grande qualité reconnues. Pour bénéficier de ces rendements, les investisseurs doivent descendre dans la structure du capital de l'émetteur. Parmi les facteurs de risque qui expliquent ces rendements plus élevés, notons un rang inférieur

dans la structure, une grande complexité, une liquidité moindre et une volatilité supérieure aux obligations. Chez Fiera Capital, nous sommes d'avis que les billets ARL peuvent relever le rendement d'un portefeuille obligataire, mais tout est fonction d'une approche mesurée et rigoureuse.

Depuis le lancement des billets ARL en 2020, il est devenu évident qu'il ne s'agit pas d'une catégorie d'actif homogène, comme en témoigne les importants écarts de rendement parmi les émetteurs et les billets ARL d'un même émetteur. Dans certains cas, le profil de rendement des billets ARL s'apparente davantage à celui des actions privilégiées et des actions. Les investisseurs se demandent souvent si un billet ARL est une obligation ou une action privilégiée. La bonne réponse est un peu des deux.

Les billets ARL sont des instruments « hybrides ». Ils versent un rendement stable, comme une obligation, leur taux de rendement

est revu sur une base périodique et ils sont assujettis à un régime de traitement du capital similaire aux actions privilégiées. Il faut souligner que ces titres ne sont pas des obligations traditionnelles. Il est primordial d’avoir une compréhension approfondie de la dynamique des obligations et des actions privilégiées si un investisseur souhaite tirer le maximum des billets ARL. À notre avis, investir dans les billets ARL ne devrait pas uniquement être fait de manière passive ou à long-terme. La sélectivité et le suivi actif sont nécessaires afin de s’assurer que tous les risques sont rémunérés adéquatement. Dans un portefeuille, ils devraient être considérés comme un volet opportuniste et faire l’objet d’un suivi constant.

L'évolution du marché obligataire canadien

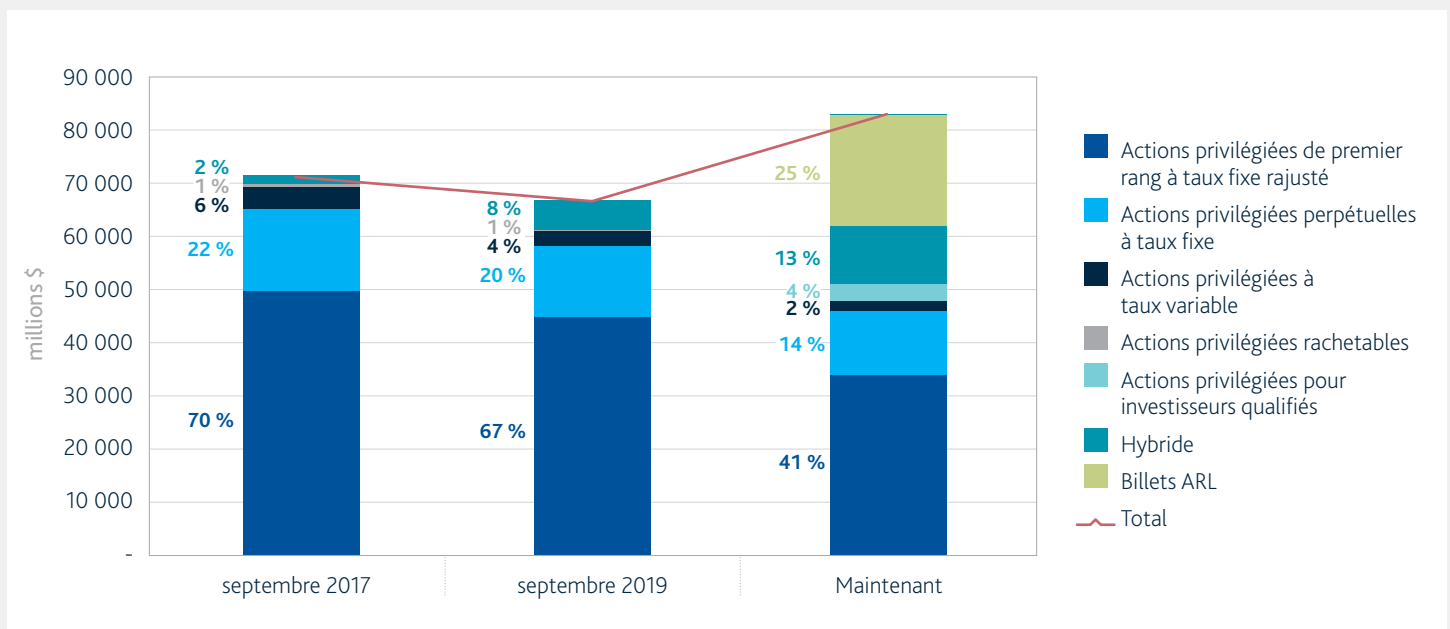
Les institutions financières canadiennes se sont adaptées à l'évolution du cadre réglementaire et ont développé de nouveaux moyens de financement. Les billets ARL et les instruments hybrides représentent une part importante du marché canadien de la dette subordonnée et ont pris la place des actions privilégiées au cours des dernières années. La croissance du marché des billets ARL s'explique par l'intérêt des investisseurs qui souhaitent diversifier leur portefeuille de titres de

créance traditionnels d'institutions financières et relever le rendement de leur portefeuille. L'augmentation de la demande pour ce produit est illustrée dans la répartition des actifs à la Figure 1. Il y a cinq ans, le marché de la dette subordonnée était dominé par les actions privilégiées, qui sont essentiellement détenues par des investisseurs particuliers. Aujourd'hui, ce sont les investisseurs institutionnels qui règnent, et cela convient parfaitement aux organismes de réglementation. Les billets ARL n'étaient qu'un concept en 2019, mais en seulement trois ans, et pendant une pandémie qui plus est, ils représentent désormais 25 % du marché.

Malheureusement, cette demande accrue n'est pas un critère à une inclusion automatique aux indices des titres à revenu fixe. En effet, les billets ARL ne font pas partie des principaux indices obligataires canadiens, tels que l'indice obligataire universel FTSE Canada, en raison de leur structure unique. En dépit de leurs caractéristiques similaires aux obligations, les billets ARL ont leurs propres particularités. Pour l'instant, la majorité des investisseurs axés sur les indices plus traditionnels ne peuvent investir dans ces instruments, mais ils représentent une belle occasion tactique pour les investisseurs bien avisés.

Figure 1

Marché canadien des capitaux fortement subordonnés



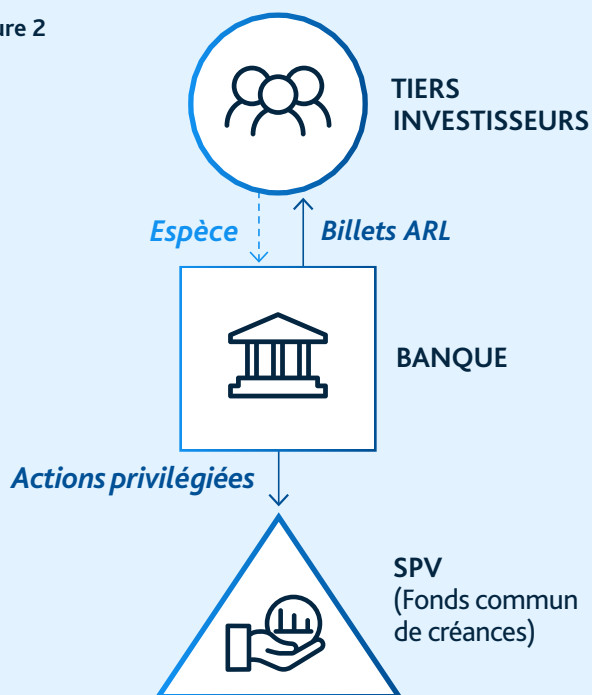
Sources : Fiera Capital et Bloomberg, au 31 décembre 2022

Structure des billets avec remboursement de capital à recours limité

Avant d’aborder les nuances de ces instruments hybrides complexes, prenons quelques instants pour mieux comprendre leur nature et leur fonctionnement.

Les billets ARL sont le fruit de la nouvelle réglementation visant à renforcer le système financier canadien et de la recherche continue de rendements chez les investisseurs. Considéré en tant qu’élément de fonds propres de catégorie 1 (AT1), un billet ARL comporte une structure à deux volets : (1) un titre de créance fortement subordonné portant intérêt dont l’échéance est de 60 ans et plus; et (2) une action privilégiée perpétuelle émise au titre de fonds propres d’urgence en cas de non-viabilité¹ qui est détenue en fiducie au profit du détenteur de l’instrument. Dans la structure du capital d’une institution financière, les billets ARL occupent la même position que les actions privilégiées, puisqu’à tout moment, le détenteur du billet ARL peut détenir une action privilégiée. Cet échange en action privilégiée perpétuelle survient généralement uniquement si l’émetteur rate un paiement d’intérêt ou ne procède pas au rachat du billet ARL à la date d’échéance, soit une situation qui lui est défavorable. Cette option d’échange est requise pour que les billets ARL respectent les exigences strictes des autorités de réglementation en matière d’élément de fonds propres de catégorie 1. Vous trouverez un survol de la structure des billets ARL émis par des banques à la *Figure 2*.

Figure 2



Fonctionnement des billets ARL

Leur fonctionnement est compliqué. Tel que nous l’avons mentionné, les billets ARL sont émis avec une échéance minimale de 60 ans et versent un paiement d’intérêt semestriel, comme une obligation traditionnelle. Ils ont le même rang que les actions privilégiées, ce qui signifie qu’ils occupent, dans la structure du capital, une position inférieure aux titres de dette de premier rang assujettie au régime de recapitalisation interne et de dette subordonnée, mais supérieure aux actions ordinaires. En ce qui concerne le prix, les billets ARL se négocient comme les actions privilégiées de premier rang à taux fixe rajusté, soit en fonction du taux de l’obligation à 5 ans du Canada et de la conjoncture du crédit, les deux éléments qui déterminent les écarts et les rendements anticipés. En effet, les billets ARL s’apparentent aux actions privilégiées de premier rang à taux fixe rajusté, mais leur liquidité est plus importante et ils versent des paiements d’intérêt, au lieu d’un dividende.

Et maintenant, l’aspect plus compliqué. À chaque cinquième anniversaire du titre, l’émetteur peut :

- > racheter le titre en acceptant certaines restrictions; ou
- > réviser le taux du coupon en fonction des taux courants pour les 5 prochaines années (taux de l’obligation à 5 ans du gouvernement du Canada, auquel est ajouté un écart fixe préétabli).

Par le passé, les titres de créance, émis par les banques et les sociétés d’assurance canadiennes, dotés d’une option de rachat étaient évalués à la première date de rachat, car les émetteurs avaient généralement peu d’intérêt, autant économique que réglementaire, à ne pas procéder à leur rachat. En revanche, contrairement aux autres types de fonds propres d’urgence en cas de non-viabilité, le régime au regard des normes de fonds propres réglementaires applicable aux billets ARL ne change pas au fil du temps. Ils peuvent être rachetés ou la date de rachat peut être reportée à perpétuité. L’organisme de réglementation bancaire au Canada a une grande influence sur la décision de rachat, puisque son autorisation est requise et elle doit fonder sa décision sur plusieurs facteurs, tels que le coût de portage par rapport au coût de remplacement. En résumé, l’émetteur pourra uniquement racheter les billets ARL en circulation et les remplacer par un nouveau billet ARL si cette décision est dans son intérêt économique, pourvu que toutes les autres exigences de l’organisme de réglementation soient respectées. Cette complexité requiert un contrôle diligent rigoureux. Nous voulons souligner le besoin de comprendre les facteurs qui appuieront la décision d’autoriser le rachat, ainsi que la dynamique des rajustements selon des écarts de crédit fixes, lesquels pourraient grandement influencer sur la décision de remplacer ou de prolonger l’échéance d’un titre après la date de rachat.

¹ Nécessite la conversion en actions ordinaires pour absorber les pertes en cas de non-viabilité d’une institution financière

Le risque de prolongement est bien réel pour les billets ARL et il contribue à alimenter leur volatilité. Les investisseurs obligataires analysent rarement les émetteurs en fonction de ce type de décision économique, mais il s'agit du quotidien pour les investisseurs en actions privilégiées. Les gestionnaires de portefeuilles qui possèdent une expertise en obligations et en actions privilégiées sont tout indiqués dans cet univers complexe et en effervescence. À vrai dire, le marché des billets ARL est toujours « en développement », ce qui laisse présager une volatilité supérieure et, surtout, de belles occasions pour les investisseurs avisés.

D'après notre longue expérience en actions privilégiées, nous sommes en mesure de formuler des hypothèses raisonnables sur les titres qui ont une plus grande probabilité de rachat à l'avenir et qui présentent un profil de volatilité similaire aux obligations traditionnelles.

La restructuration en périodes de difficultés

Les éléments de fonds propres de catégorie 1 ne sont pas exclusifs aux banques et aux sociétés d'assurance du Canada. En effet, tous les marchés développés ont adopté une réglementation visant à améliorer le coussin de capitaux destinés à absorber les pertes des banques. Le régime applicable aux éléments de fonds propres de catégorie 1 dans le cas d'une restructuration ou d'un événement de non-viabilité peut toutefois prendre des investisseurs au dépourvu. En mars 2023, les fonds propres de catégorie 1 de Crédit Suisse (environ 17 milliards \$US²) ont été entièrement effacés lorsque l'organisme de réglementation suisse, après plusieurs années de scandales et de bénéfices moroses, a restructuré l'entité et forcé la fusion avec UBS. Les détenteurs des actions de Crédit Suisse n'ont toutefois pas tout perdu. Plusieurs investisseurs se sont alors interrogés sur la possibilité d'un développement similaire dans d'autres pays, dont au Canada. Dans le cas d'un régime similaire ici, les détenteurs existants de billets ARL pourraient être désavantagés quant à la valeur récupérable.

Il faut souligner que les banques canadiennes affichent une excellente position en capital, sont très rentables et, dans l'ensemble, bien diversifiées, diminuant la probabilité que les fonds propres de catégorie 1 soient exposés à un scénario similaire de défaillance. En Suisse, les fonds propres de catégorie 1 sont généralement structurés pour absorber les pertes découlant d'une radiation permanente d'actif causé par un événement de non-viabilité, d'où une perte totale pour les investisseurs. C'est tout à fait le contraire au Canada, puisque les billets ARL peuvent être convertis en actions ordinaires selon une formule prescrite. D'ailleurs, afin d'apaiser les craintes des investisseurs, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a confirmé ses directives concernant les éléments de fonds propres de catégorie 1.

En effet, le BSIF a déterminé que les détenteurs de fonds de capitaux propres de catégorie 1 bénéficient d'avantages économiques supérieurs aux détenteurs d'actions ordinaires dans l'éventualité où une banque était contrainte à une restructuration. En d'autres termes, les détenteurs d'actions ordinaires sont les premiers à subir des pertes. Voici ce à quoi nous pouvons logiquement nous attendre pour les détenteurs de capitaux propres de catégorie 1, mais la saga de Crédit Suisse a démontré que les caractéristiques spécifiques à certains titres revêtent une grande importance et que les décisions des organismes de réglementation bancaire représentent un risque à ne pas sous-estimer. Le prospectus des titres de capitaux propres de catégorie 1 de Crédit Suisse, par exemple, indiquait que l'organisme de réglementation a le pouvoir de radier la totalité de la valeur de ces billets et de protéger les détenteurs d'actions ordinaires contre une perte totale. La radiation de la valeur des actifs est le risque ultime, d'où la nécessité d'effectuer des recherches approfondies et de faire un suivi continu de notre exposition. Dans ce contexte, les nouvelles directives du BSIF devraient contribuer à atténuer les craintes concernant les fonds propres de catégorie 1 des institutions financières canadiennes après la débâcle de Crédit Suisse.

La sélection active des billets ARL

Chez Fiera Capital, l'équipe Revenu fixe – Gestion intégrée met l'accent sur la recherche du crédit et tâche de bien saisir les nuances et la complexité de la structure des capitaux. Le tableau ci-dessous illustre l'importance de cette approche à volets multiples en présentant l'écart de rendement entre les billets ARL émis par la même institution.

On peut rapidement constater que les écarts de crédit et de rendement varient grandement parmi les titres. Dans le *tableau 1*, nous présentons le rendement en 2022 de deux billets ARL de la Banque Royale du Canada (RBC) émis à 10 mois d'intervalle. Dans la rangée du haut, nous retrouvons le billet ARL initial doté d'un coupon de 4,5 % et d'un écart de crédit fixe de 4,137 %. Ce titre a été émis quelques mois après le début de la pandémie, lorsque l'écart de crédit moyen du titre de créance admissible à la recapitalisation interne de la RBC s'établissait à 0,88 %. Dans un rapport précédent sur les billets ARL, nous avons indiqué que « si les investisseurs reprennent confiance envers le crédit et la demande en billets ARL demeure forte, on peut s'attendre à ce que les émetteurs offrent un écart de crédit fixe moins élevé ». Un an plus tard, la RBC a procédé à l'émission d'un billet ARL doté d'un coupon de 3,65 % et d'un écart de crédit fixe de 2,665 %, ce qui est 147 p.c. de moins que la première émission. En juin 2021, le titre de créance admissible à la recapitalisation interne à 5 ans de la RBC affichait un écart de 0,65 %, témoignant ainsi du climat d'optimisme sur le marché du crédit.

² Bloomberg Financial LP

Tableau 1

Titre	Date d'émission	Rendement au rachat	Niveau de réinitialisation	Rendement au rachat	Écart du rendement au rachat	Écart à l'échéance	Rendement dû à l'évolution des écarts TA)	Rendement dû à l'évolution des écarts AA)	Rendement absolu TA)	Rendement absolu AA)
RY 4,5 %	28/07/2020	24/10/2025	413,7	7,53 %	374 p.c.	412 p.c.	+15 p.c.	+182 p.c.	0,98 %	-7,62 %
RY 3,65 %	04/06/2021	24/10/2026	266,5	12,28 %	890 p.c.	397 p.c.	+171 p.c.	+525 p.c.	-3,42 %	-18,66 %

À titre d'illustration. Données au 31 décembre 2022.

Le rendement antérieur n'est pas indicatif des rendements futurs. Tout placement comporte un risque de perte. Rien ne garantit que ces résultats se matérialiseront.

Les conditions du crédit à la date d'émission ont une incidence sur la performance à long terme de ces deux titres. En 2022, les écarts de crédit avaient bondi lorsque la Banque du Canada et la Réserve fédérale américaine ont commencé à relever les taux d'intérêt. Le profil de crédit de l'émetteur demeure le même et ces titres occupent la même position dans la structure du capital, mais le risque de prolongement est beaucoup plus important pour le dernier titre émis en raison de l'écart de crédit fixe inférieur (*tableau 1*). Par conséquent, ce titre a été davantage pénalisé par les investisseurs.

Il est possible de déterminer l'attrait relatif des écarts de crédit à l'émission au moyen des données historiques. Au vu de l'importance des écarts de crédit fixes dans le cadre de l'évaluation du risque de prolongement, nous pouvons formuler des hypothèses raisonnables concernant la probabilité qu'un émetteur décide de racheter une série de billets ARL et d'en émettre de nouveaux à un coût plus avantageux à une date de réinitialisation future. Dans *tableau 2*, nous répartissons les écarts de crédit antérieurs en quatre quartiles, qui sont établis selon les données mensuelles des 10 dernières années. Grâce à cette analyse simple, nous pouvons évaluer la conjoncture du marché au moment de l'émission. Si les investisseurs sont trop optimistes, la probabilité de conditions similaires à terme diminue, et vice-versa.

Tableau 2

Quartile	Fourchette historique (sur 10 ans) des écarts de crédit des obligations de sociétés canadiennes à moy. terme
1 ^{er} quartile	Moins de 130 p.c.
2 ^e quartile	Entre 130 et 142 p.c.
3 ^e quartile	Entre 142 et 167 p.c.
4 ^e quartile	Plus de 167 p.c.

Sources : Fiera Capital et indices des titres de créance mondiaux de FTSE
Le rendement antérieur n'est pas indicatif des rendements futurs. Tout placement comporte un risque de perte. Rien ne garantit que ces résultats se matérialiseront.

En revenant aux deux billets ARL du *tableau 1*, celui doté d'un coupon de 4,5 % a été émis lorsque les écarts de crédit s'approchaient de 180 p.c., ce qui correspond au quatrième quartile signifiant que dans au moins 75 % des cas, les écarts sont inférieurs. À l'opposé, le billet ARL à 3,65 % a vu le jour lorsque les écarts de crédit s'établissaient à environ 120 p.c. en juin 2021, indiquant ainsi que les écarts se sont révélés plus importants environ 75 % du temps. Dans cet exemple, l'émetteur a sans aucun doute tiré parti de la situation pour s'assurer d'un financement plus favorable. Du point de vue de l'investisseur, par contre, la probabilité d'un rachat par l'émetteur au cinquième anniversaire de l'émission est désormais beaucoup moins élevée. Les investisseurs tiennent compte de ces nuances au fil du temps. L'un de ces billets ARL se négocie en tandem avec la durée de l'obligation à 5 ans, alors que l'autre suit davantage l'obligation à échéance de 60 ans. Le profil de risque de chaque titre est donc complètement différent.

En résumé, l'écart de rendement ne s'explique pas par le niveau de subordination (qui est le même), le risque de défaut (identique) ou la durée à la première date de rachat (presque la même). L'écart de rendement est entièrement attribuable aux 147 p.c. qui séparent le niveau des écarts de crédit fixe à l'émission et la probabilité décroissante du rachat de la deuxième émission dans la fenêtre de 5 ans.

Un investisseur patient tirera éventuellement son épingle du jeu

Nous sommes convaincus que les investisseurs obligataires qui souhaitent améliorer le potentiel de rendement de leur portefeuille devraient considérer les billets ARL comme un volet secondaire à une stratégie de revenu fixe traditionnelle. Tel que nous l'avons démontré, les investisseurs doivent bien analyser les titres afin de s'assurer que la rémunération correspond au niveau de risque. De plus, il est judicieux de recourir à un cadre bien établi pour identifier les risques potentiels.

L'équipe Revenu fixe – Gestion intégrée de Fiera Capital applique un jugement rigoureux et bien étayé dans le cadre de son analyse du crédit et des émetteurs d'actions privilégiées. Au vu de l'éventail des résultats potentiels des billets ARL et de la source de volatilité qu'ils représentent au sein d'un portefeuille de revenu fixe, l'équipe a uniquement recours aux billets ARL à des fins tactiques, avec de faibles expositions, dans les mandats qui sont mesurés contre le FTSE Canada. D'après les objectifs de placement et la fourchette acceptable de l'erreur de calquage de la stratégie, la pondération des billets ARL et des autres instruments hybrides devrait se situer entre 0 et 5 % d'un portefeuille obligataire.

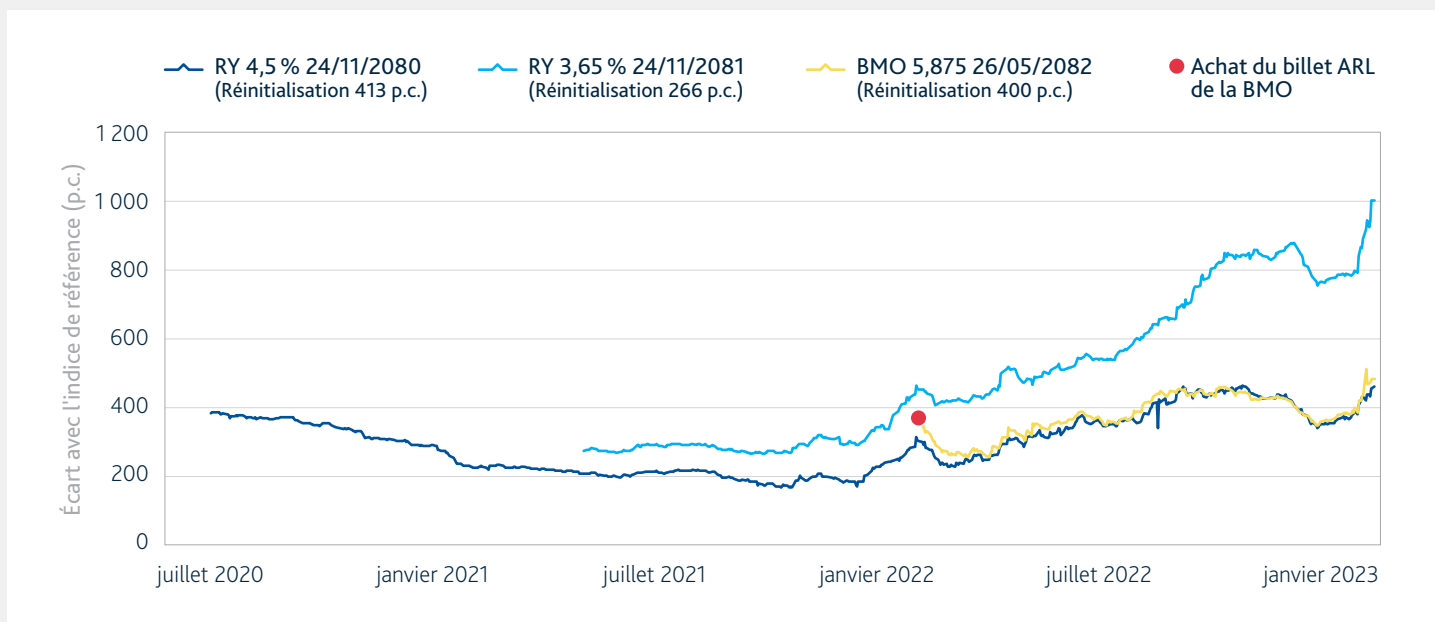
L'équipe a refusé d'investir les capitaux de nos clients sur ce marché en développement lorsque les investisseurs s'étaient initialement rués sur les titres à rendement supérieur. Nous devons répéter que ces nouveaux instruments ont vu le jour en juillet 2020. L'équipe avait alors réalisé des recherches sur le crédit et la structure de ces titres, mais les conditions du marché et les facteurs techniques ont tendance à fausser les évaluations. Cela s'applique tout particulièrement aux nouveaux titres de créance qui ne sont généralement pas bien compris et dont l'historique de rendement

n'est pas disponible. Bien que nos portefeuilles tirent parti de leur exposition à des instruments hybrides, à l'exception des billets ARL, nous avons renoncé aux avantages initiaux pendant que ce marché en émergence se démarquait en 2021. À mesure que le marché des billets ARL se développait et que les investisseurs regagnaient confiance, les sociétés ont continué d'émettre des titres et ces émissions ont été bien accueillies par les investisseurs, peut-être un peu trop à notre avis. Ils offraient certainement des rendements supérieurs, mais les risques n'étaient pas bien connus.

Avant d'y investir les capitaux de nos clients, nous avons ratisé le marché à la recherche des gagnants et des perdants. Nous devons être convaincus que nos clients étaient adéquatement rémunérés pour les risques encourus. Le *graphique 1* présente l'historique des écarts des deux titres mentionnés au *tableau 1* ci-dessus, ainsi que la performance de notre premier investissement dans certains de nos portefeuilles obligataires en mars 2022. L'an dernier, l'élargissement des écarts a entraîné une révision à la hausse des écarts de crédit fixes des nouvelles émissions de billets ARL, reflétant une baisse du risque de prolongement et du potentiel de volatilité supérieure dans un portefeuille.

Graphique 1

Évolution des écarts de certains billets ARL³



Sources : Fiera Capital et Bloomberg Financial LP, au 27 mars 2023

³ Écarts au rachat

Au début 2023, les titres de crédit étaient très prisés et ont dégagé de bons rendements. À la lumière de l'évolution des écarts de crédit, nous avons décidé de réduire notre exposition aux billets ARL, puisque les écarts au rachat avaient diminué à nos niveaux cibles. Cette décision s'est avérée judicieuse. Au début du mois de mars, les marchés du crédit ont été fortement perturbés par les problèmes rencontrés par les banques régionales américaines, de même que par la restructuration de Crédit Suisse. Dans ce contexte, les écarts des billets ARL ont explosé, d'où l'importance du risque de volatilité, laquelle peut être amplifiée par plusieurs événements. Cette période de volatilité a mis en relief l'importance de bien comprendre comment ces titres peuvent être affectés lorsqu'une institution financière fait face à une restructuration. Nous sommes bien au fait des risques que comportent ces instruments et sommes à l'aise avec de petites positions dans nos portefeuilles. Les risques doivent être gérés de manière prudente afin que les portefeuilles puissent bénéficier des avantages des billets ARL même en période de forte volatilité, et conserver une erreur de calquage globale correspondant aux niveaux ciblés.

Nous avons graduellement relevé le taux de rendement et réduit le risque de notre portefeuille en misant sur la sélection active des titres et en limitant l'exposition du portefeuille à un titre ou un émetteur en particulier, en raison de la nature subordonnée de ces titres de créance. Cette exposition opportuniste nous a d'ailleurs permis d'ajouter de la valeur dans les portefeuilles de nos clients.

Conclusion

Grâce à leurs rendements supérieurs aux obligations de qualité traditionnelles, les billets avec remboursement de capital à recours limité sont un segment en pleine évolution du marché canadien des titres à revenu fixe. Puisqu'ils partagent certaines caractéristiques avec les obligations et les actions privilégiées, ces titres comportent des risques uniques qui doivent être analysés au préalable par les investisseurs. Chez Fiera Capital, nous croyons que les billets ARL peuvent améliorer le rendement d'un portefeuille obligataire, mais il est nécessaire de recourir à une approche mesurée et rigoureuse. Un investisseur doit faire preuve de discernement et devrait considérer ces titres en tant qu'opportunité dans la mesure où la position demeure de petite taille. Les investisseurs doivent savoir que des ajustements à leurs positions en billets ARL peuvent être requis lorsque certains facteurs clés changent. Nous suggérons une approche qui tient compte des principaux facteurs, tels que la dynamique des écarts de crédit fixe et les décisions des organismes de réglementation concernant les rachats. Si ces recommandations sont suivies, nous sommes d'avis que les billets ARL offrent un profil de rendement attrayant et complémentaire aux stratégies obligataires en dollars canadiens sur le moyen terme.



Nicolas Normandeau

Gestionnaire de portefeuilles, Revenu fixe



Jasper Beerepoot

Gestionnaire de portefeuille adjoint et responsable de la recherche crédit, Revenu fixe



Jason Carvalho

Spécialiste principal, Revenu fixe

fiera.com

Avertissement important

Corporation Fiera Capital (« **Fiera Capital** ») est une société de gestion de placement mondiale indépendante qui offre des solutions multi-actifs personnalisées tirant parti d'un vaste éventail de catégories d'actifs traditionnels et non traditionnels à des clients institutionnels, de détail et de gestion privée en Amérique du Nord, en Europe et dans les principaux marchés en Asie. Fiera Capital est inscrite à la Bourse de Toronto sous le symbole « FSZ ». Chaque entité membre du même groupe que Fiera Capital (chacune étant désignée ci-après comme un « **membre de son groupe** ») ne fournit des services de conseil en placement ou de gestion d'investissements ou n'offre des fonds de placement que dans les territoires où le membre de son groupe est autorisé à fournir des services en vertu d'une dispense d'inscription ou dans les territoires où le produit est enregistré.

Le présent document est strictement confidentiel et il ne doit être utilisé qu'à des fins de discussion seulement. Son contenu ne doit pas être divulgué ni distribué, directement ou indirectement, à une partie autre que la personne à laquelle il a été remis et à ses conseillers professionnels.

Les informations présentées dans ce document, en totalité ou en partie, ne constituent pas des conseils en matière de placement, de fiscalité, juridiques ou autres, ni ne tiennent compte des objectifs de placement ou de la situation financière de quelque investisseur que ce soit.

Fiera Capital et les membres de son groupe ont des motifs raisonnables de croire que le présent document contient des informations exactes à la date de sa publication; toutefois, aucune déclaration n'est faite quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité de ces informations et il ne faudrait donc pas s'y fier. Fiera Capital et les membres de son groupe déclinent toute responsabilité à propos de l'utilisation du présent document.

Fiera Capital et les membres de son groupe ne recommandent aucunement d'acheter ou de vendre des titres ou des placements mentionnés dans du matériel de marketing. Les services de courtage ou de conseils ne sont offerts qu'aux investisseurs qualifiés conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables dans chaque territoire.

Le rendement passé d'un fonds, d'une stratégie ou d'un placement ne constitue pas une indication ou une garantie des résultats futurs. Les informations en matière de rendement supposent le réinvestissement de la totalité du revenu de placement et des distributions et elles ne tiennent pas compte des frais ni de l'impôt sur le revenu payés par l'investisseur. Tous les placements comportent un risque de perte.

Le présent document peut contenir des « déclarations prospectives » qui reflètent les prévisions actuelles de Fiera Capital et/ou des membres de son groupe. Ces déclarations reflètent les opinions, les attentes et les hypothèses actuelles en ce qui concerne les événements futurs et sont fondées sur les informations présentement disponibles. Bien qu'elles soient fondées sur ce que Fiera Capital et les membres de son groupe estiment être des hypothèses raisonnables, rien ne garantit que les résultats, le rendement ou les réalisations réels seront conformes à ces déclarations prospectives. Fiera Capital et les membres de son groupe ne sont pas tenus de mettre à jour ni de modifier les déclarations prospectives du fait de nouvelles informations, d'événements nouveaux ou pour tout autre motif.

Les données en matière de stratégie, comme les ratios et les autres indicateurs, pouvant figurer dans ce document, sont fournies à titre de référence seulement et elles peuvent être utilisées par les investisseurs éventuels pour évaluer et comparer la stratégie. D'autres indicateurs sont disponibles et ils devraient également être pris en compte avant d'investir, car ceux qui sont mentionnés dans ce document sont choisis par le gestionnaire de manière subjective. Une pondération différente de ces facteurs subjectifs mènerait probablement à des conclusions différentes.

Les informations en matière de stratégie, y compris les données sur les titres et sur l'exposition, ainsi que d'autres caractéristiques, sont valides à la date indiquée, mais elles peuvent changer. Les titres spécifiques mentionnés ne sont pas représentatifs de tous les placements et il ne faut pas présumer que les placements indiqués ont été ou seront rentables.

Le rendement et les caractéristiques de certains fonds ou stratégies peuvent être comparés à ceux d'indices réputés et largement reconnus. Les titres peuvent toutefois différer considérablement de ceux qui composent l'indice représentatif. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les investisseurs qui ont pour stratégie de suivre un indice peuvent obtenir des rendements supérieurs ou inférieurs à ceux de l'indice. En outre, ils devront payer des frais qui réduiront le rendement de leurs placements, alors que le rendement de l'indice n'est pas affecté par des frais. En règle générale, un indice utilisé pour évaluer le rendement d'un fonds ou d'une stratégie, selon le cas, est celui dont la composition, la volatilité ou d'autres éléments se rapprochent le plus de ceux du fonds ou de la stratégie.

Tout placement comporte divers risques que les investisseurs éventuels doivent examiner attentivement avant de prendre une décision de placement. Aucune stratégie de placement ni technique de gestion des risques ne peut garantir des rendements ou éliminer les risques, peu importe les conditions du marché. Chaque investisseur est tenu de lire tous les documents constitutifs connexes et de consulter ses propres conseillers concernant les questions juridiques, fiscales, comptables, réglementaires et connexes avant d'effectuer un placement.

Royaume-Uni : Le présent document est publié par la société Fiera Capital (UK) Limited, un membre du groupe de Corporation Fiera Capital, laquelle est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Fiera Capital (UK) Limited est inscrite auprès de la Securities and Exchange Commission (« **SEC** ») des États-Unis en tant que conseiller en placement. L'inscription auprès de la SEC ne suppose pas un certain niveau de compétence ni de formation.

Royaume-Uni – Fiera UK Real Estate : Le présent document est publié par Fiera Real Estate Investors UK Limited, un membre du groupe de Corporation Fiera Capital, qui est autorisée et réglementée par l'Autorité de conduite financière (Financial Conduct Authority) au Royaume-Uni.

Espace économique européen (EEE) : Le présent document est produit par la société Fiera Capital (Germany) GmbH (« **Fiera Germany** »), un membre du groupe de Corporation Fiera Capital, qui est autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance financière (BaFin).

États-Unis : Ce document est publié par Fiera Capital Inc. (« **Fiera USA** »), un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera USA est un conseiller en placement basé à New York enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission (« **SEC** »). L'inscription auprès de la SEC ne suppose pas un certain niveau de compétence ni de formation.

États-Unis : Le présent document est produit par Fiera Infrastructure inc. (« **Fiera Infrastructure** »), un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera Infrastructure est inscrite à titre de conseiller assujéti dispensé auprès de la Securities and Exchange Commission (« **SEC** »). L'inscription auprès de la SEC ne suppose pas un certain niveau de compétence ni de formation.

Canada

Fiera Immobilier Limitée (« **Fiera Immobilier** »), une filiale en propriété exclusive de Corporation Fiera Capital, est un gestionnaire de placements immobiliers par l'entremise d'une gamme de fonds d'investissement.

Fiera Infrastructure Inc. (« **Fiera Infra** »), une filiale de Corporation Fiera Capital, est un important investisseur en infrastructures directes du marché intermédiaire qui exerce ses activités à l'échelle mondiale dans tous les sous-secteurs de la classe d'actifs liés aux infrastructures.

Partenaires Fiera Comox inc. (« **Fiera Comox** »), une filiale de Corporation Fiera Capital, est un gestionnaire de placements mondial qui gère des stratégies privées alternatives dans les secteurs du crédit privé, de l'agriculture et des placements privés.

Fiera Dette Privée Inc., une filiale de Corporation Fiera Capital, qui offre des solutions d'investissement novatrices à un large éventail d'investisseurs en s'appuyant sur deux stratégies distinctes de dette privée : la dette d'entreprise et la dette d'infrastructure.

Veillez trouver un aperçu des inscriptions de Corporation Fiera Capital et de certaines de ses filiales en suivant ce lien :

www.fieracapital.com/fr/inscriptions-et-autorites?switchlang=fr