

# Intérêt couru

Fonds hypothécaire CMLS

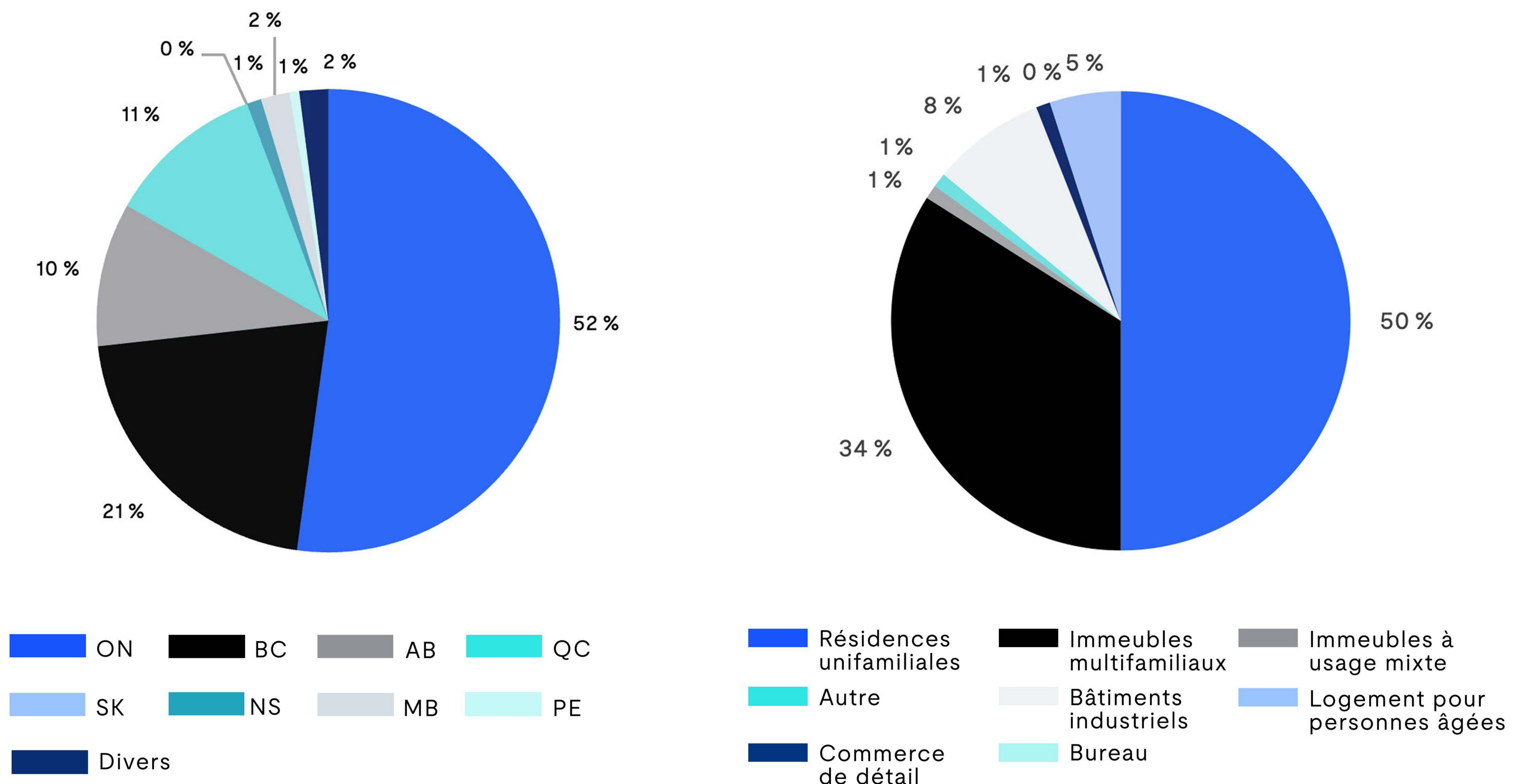


Mars 2026

**cmls** gestion d'actifs

Nous vous remercions de lire l'édition de mars de l'infolettre **Intérêt couru**. En février, le Fonds hypothécaire CMLS a enregistré un rendement mensuel de 0,53 %, soit 7,13 % sur une base annuelle. Notre coupon moyen pondéré est de 7,81 % et notre ratio prêt-valeur moyen pondéré est de 62 %.

Voici la composition de notre portefeuille :



Vous trouverez des renseignements plus précis et plus récents sur le portefeuille dans nos aperçus mensuels des fonds, que vous pouvez consulter sur notre site Web [ici](#).

### Brève analyse des inefficiences du marché dans le secteur du financement immobilier commercial et de la dette immobilière

*Utopie* – un lieu ou un état imaginaire où tout est parfait. Nous avons déjà exprimé notre conviction que le marché est, dans l'ensemble, efficace. Ce ne sont pas tant les facteurs alpha que les considérations d'ordre structurel (comme l'effet de levier) et de gestion des risques qui expliquent les écarts de rendement entre les gestionnaires au sein d'une même catégorie d'actif. Ce dernier élément, *au sein d'une même catégorie d'actif*, est important. Si l'on restreint suffisamment le champ d'action et que les acteurs sont confinés à un créneau précis de marché, il y a de fortes chances que personne ne dispose d'un avantage.

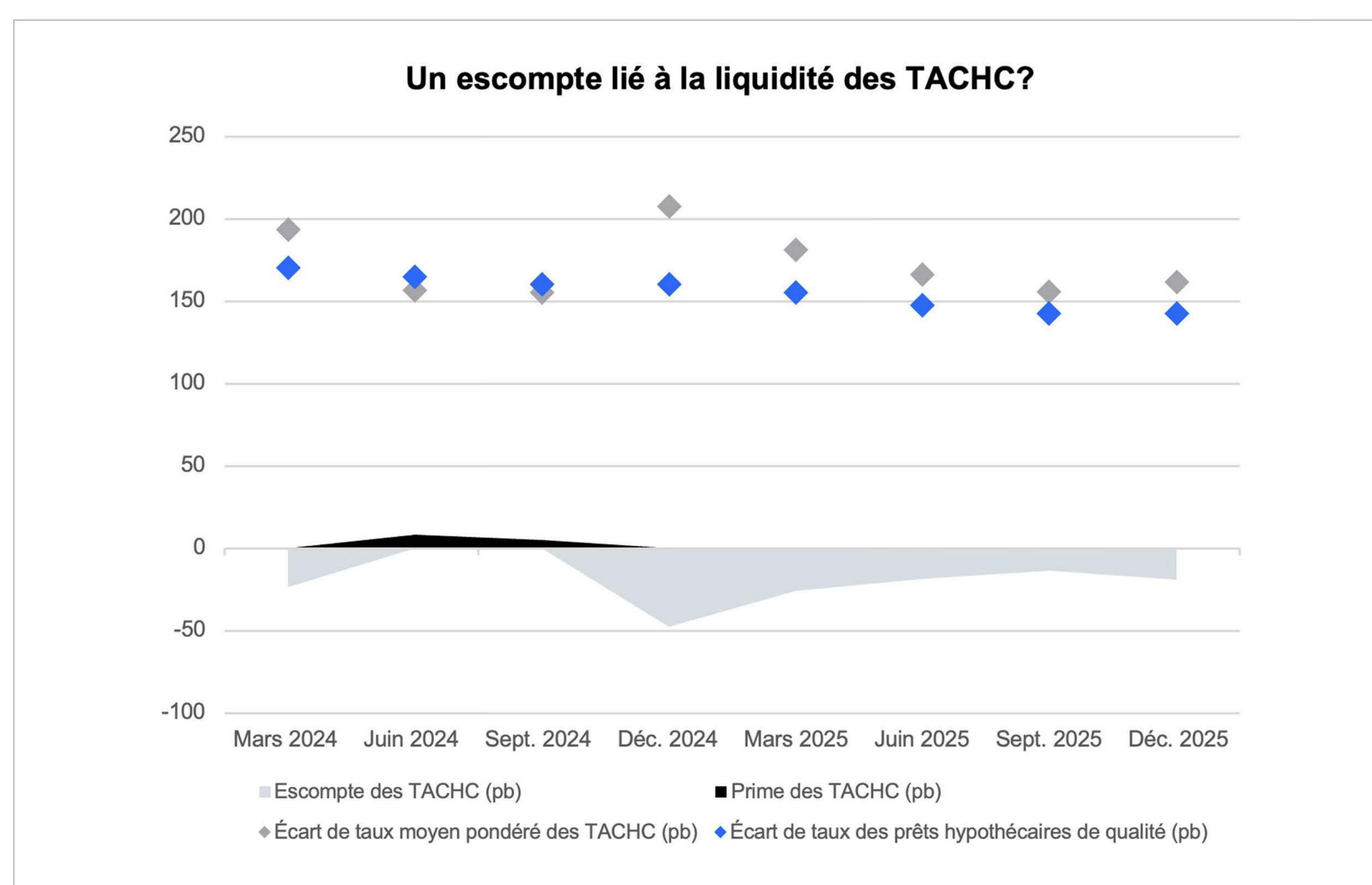
Mais le marché immobilier et la dette immobilière présentent des anomalies qu'il convient de souligner et d'essayer d'expliquer. Ces aspects concernent principalement la manière dont les investisseurs accèdent à cette catégorie d'actif – par exemple, les investissements publics par opposition aux investissements privés, et les investissements directs par opposition aux instruments titrisés. L'explication la plus simple et la relation attendue reposent sur la valeur attribuée à la liquidité : lorsqu'on peut acheter ou vendre plus facilement un bien, sa valeur devrait augmenter. Il existe toutefois de nombreux cas où l'effet théorique d'une liquidité accrue n'est pas observable dans la réalité. Nous abordons ces points ci-dessous.

### Relation contre-intuitive entre les écarts de taux bruts des prêts hypothécaires commerciaux et ceux des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (TACHC)

Le processus de titrisation vise à créer de la liquidité. En théorie, lorsqu'on prend un actif ou un ensemble d'actifs généralement illiquides – c'est-à-dire rarement négociés entre acheteurs et vendeurs et dont la valeur de marché est difficile à déterminer – et 1) en créant plusieurs titres distincts, 2) en établissant souvent des catégories présentant des priorités de paiement et des profils de risque différents, et 3) en obtenant des notations standardisées pour ces titres, on élargit considérablement le bassin d'acheteurs potentiels.

Lorsque les émetteurs et les banquiers travaillent de pair pour créer des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (TACHC), ils font appel à plusieurs tiers afin d'atteindre les trois objectifs précédents. Les conseillers juridiques participent à la rédaction des documents régissant les titres; les comptables vérifient les documents sous-jacents et certifient que ceux-ci reflètent fidèlement les actifs sous-jacents; et enfin, les gestionnaires, les dépositaires et les agences d'évaluation s'engagent à gérer l'opération jusqu'au remboursement intégral du prêt hypothécaire ou du portefeuille de prêts hypothécaires.

La titrisation devient alors une source de financement pour l'émetteur. Il s'attend ainsi à ce que les acheteurs paient davantage pour la liquidité supplémentaire ainsi créée et à ce que cela couvre les honoraires des tiers mentionnés ci-dessus, ainsi qu'une marge bénéficiaire en contrepartie de leurs efforts. Malheureusement pour les émetteurs canadiens, la prime de liquidité attendue ne se concrétise pas. En réalité, les prêts hypothécaires bruts sont, contrairement à ce que l'on pourrait croire, nettement plus coûteux que les TACHC. Nous présentons ci-dessous l'évolution des écarts de taux hypothécaires au cours des deux dernières années, ainsi que les estimations des taux des TACHC à la fin de chaque année. L'écart s'explique peut-être par le fait que seuls environ 2,5 G\$ de TACHC ont été émis au cours de cette période, contre plus de 200 G\$ de prêts hypothécaires commerciaux à terme. Pour que les effets de la liquidité se concrétisent, le marché doit être bien développé.



#### Remarques :

- L'**écart de taux moyen pondéré des TACHC** reflète l'écart moyen pondéré appliqué aux différentes catégories notées et non notées pour des opérations de TACHC représentatives des bannières CCMOT 2022-5 pour les écarts de 2024, et CCMOT 2024-6 pour 2025, en appliquant des notations cohérentes pour une opération de TACHC de qualité (par exemple, la composante AAA représente 86 % de la structure totale du capital). Les estimations des écarts sont fournies par Casgrain & Company.
- L'**écart de taux hypothécaire de qualité** correspond à la valeur médiane des deux catégories les mieux notées dans la matrice mensuelle des écarts de Nesto Cloud à la fin de chaque trimestre.
- L'**escompte des TACHC** et la **prime des TACHC** reflètent l'écart de taux représentatif des prêts hypothécaires de qualité, moins l'écart de taux moyen pondéré des TACHC. Un écart plus élevé pour les TACHC illustre un escompte par rapport aux écarts des prêts hypothécaires (c'est-à-dire un prix plus bas).

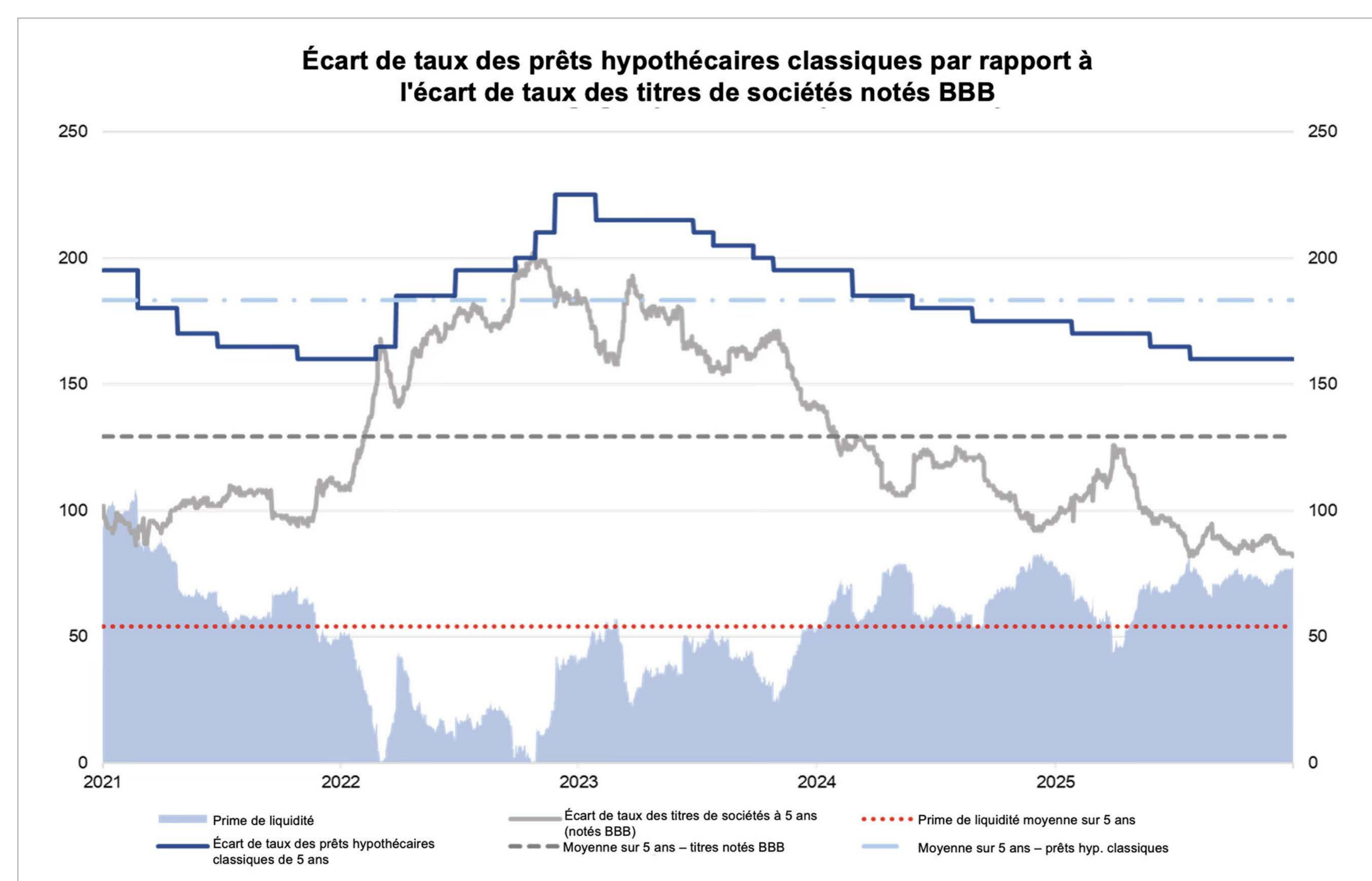
À l'école de gestion, cet écart est présenté comme une possibilité d'arbitrage. Est-il possible de constituer un fonds destiné à racheter l'ensemble des TACHC au Canada, de démanteler les structures de titrisation et de revendre des prêts hypothécaires contre un bénéfice? Qu'en est-il des émetteurs de TACHC qui tirent parti de l'arbitrage dans le sens inverse sur des marchés fonctionnant normalement (par exemple aux États-Unis)? Le problème lié au manque de liquidité et, faute d'un meilleur terme, à des marchés « peu fluides » réside dans les frictions transactionnelles, qui pourraient rapidement réduire ces bénéfices à néant. Mais il serait particulièrement intéressant de voir une entité tenter l'exercice.

**Facteurs d'illiquidité qui, paradoxalement, peuvent temporairement réduire la prime d'illiquidité appliquée aux prêts hypothécaires commerciaux par rapport aux dettes d'entreprise ayant une qualité de crédit équivalente ou similaire**

Le processus d'investissement dans les prêts hypothécaires commerciaux s'étend sur plusieurs semaines, voire plusieurs mois. Ce n'est pas aussi simple que de rechercher sur Bloomberg l'obligation de société la plus intéressante et d'appeler le pupitre de négociation de votre banque d'investissement. Après une première analyse générale et la communication de modalités de financement, le processus se poursuit avec une analyse détaillée, l'émission d'un engagement, le recours à un conseiller juridique pour la rédaction des documents de l'opération et, enfin, la conclusion de l'investissement. L'examen approfondi des risques et l'analyse juridique permettent en partie de pallier l'information asymétrique qui caractérise le marché privé et contribuent à l'illiquidité des prêts hypothécaires commerciaux en tant qu'investissement.

Les emprunteurs de prêts hypothécaires commerciaux accordent une grande importance à la qualité du service et à la garantie d'exécution; c'est pourquoi les prêteurs hésitent à s'écarter des modalités proposées dès le début du processus. Bien que de nombreux prêteurs s'appuient sur des écarts de taux observables ou publics qui fluctuent fréquemment, en l'absence de perturbation majeure sur les marchés financiers, ils maintiendront généralement l'écart, ou le taux d'intérêt, indiqué dans leur offre initiale. Les fluctuations des écarts de taux des prêts hypothécaires commerciaux financés ont donc historiquement tendance à être à la traîne de celles des écarts de taux des titres de sociétés. Lors de périodes prolongées de hausse des écarts de taux des titres de sociétés, la prime d'illiquidité dont bénéficient les prêts hypothécaires commerciaux peut être réduite à des niveaux peu attrayants, voire s'inverser. En revanche, lorsque les écarts des titres de sociétés diminuent, la prime augmente.

Le graphique ci-dessous présente l'écart entre les marges des prêts hypothécaires et celles des titres de sociétés notés BBB – un indicateur prudent du risque de crédit inhérent à un panier de prêts hypothécaires à terme classiques. Vous constaterez que, même si les écarts de taux hypothécaires réagissent plus lentement aux perturbations et à l'amélioration du marché, une prime d'illiquidité importante est observable à long terme. Il convient de noter que Nesto Cloud a récemment réalisé une mise en correspondance des notations et a constaté que les caractéristiques de défaut observées pour les prêts hypothécaires commerciaux conventionnels de qualité étaient particulièrement comparables aux titres de sociétés notés AA et A, ce qui suggère qu'une prime d'illiquidité encore plus importante est prise en compte.



Source: Nesto Cloud

## Des escomptes durables sur les FPI cotés en bourse

Il s'agit d'un indicateur plus accessible, compte tenu du fait que de nombreuses sociétés d'investissement immobilier sont inscrites à la cote d'une bourse. Le groupe Immobilier de RBC Marchés des Capitaux estime qu'au 9 mars 2026, l'ensemble des FPI canadiens inscrits à la cote d'une bourse se négociait à un escompte moyen de 17 % par rapport à leur valeur liquidative, allant d'un escompte de 30 % pour les FPI d'immeubles de bureaux à une prime de 6 % pour les FPI de résidences pour personnes âgées et d'établissements de soins de santé. Fait intéressant, les FPI axés sur l'immobilier résidentiel se classaient à l'avant-dernier rang, avec un escompte de 23 %.

Il est important d'examiner attentivement les estimations de la valeur liquidative et de déterminer si elles reflètent réellement la valeur sous-jacente des biens immobiliers. Les défenseurs de l'investissement dans les FPI cotés en bourse feraient sans doute valoir que nous devrions nous fier au cours du marché, qu'ils considèrent comme plus fiable et plus précis. À l'inverse, on pourrait soutenir que les opérations de privatisation justifient cette valeur liquidative plus élevée. Voici quelques exemples récents :

- privatisation de Summit REIT par Dream et GIC – annoncée en novembre 2023 à une **prime de 31 %** par rapport au cours de clôture du FPI au 4 novembre 2023;
- privatisation d'InterRent REIT par CLV Group et GIC – annoncée en mars 2025 à une **prime de 35 %** par rapport au cours de clôture du FPI au 7 mars 2025;
- privatisation de Minto REIT par Crestpoint – annoncée en janvier 2026 à une **prime de 32 %** par rapport au cours de clôture du FPI au 2 janvier 2026.

Dans chaque cas, le point de référence de la prime est le cours de clôture du jour de bourse précédant l'annonce. Ces exemples viennent étayer le fait que les valeurs liquidatives sous-jacentes s'établissent à un niveau supérieur à celui des cours boursiers, bien qu'ils ne permettent pas de comprendre directement pourquoi. Parmi les raisons possibles, on peut citer la prime de contrôle, où un acquéreur unique des actifs d'un FPI dispose d'une influence plus grande qu'un actionnaire qui dépend de l'équipe de direction du FPI et se soumet à ses directives, ainsi que la prime d'échelle, qui permet à de grands acquéreurs disposant de moyens financiers importants d'investir des sommes considérables dans une seule transaction et d'acquérir immédiatement une position dominante sur le marché. Ces primes éclipsent largement toute prime de liquidité découlant de la négociation d'un titre coté en bourse.

Soit dit en passant, l'annonce, faite en mars 2026 par Avenue Living de son intention d'introduire en bourse Avenue Living Core Trust et Mini Mall Storage Properties Trust, est intéressante dans ce contexte. Nous suivrons de près l'évolution de la dynamique des prix entre le secteur public et le secteur privé dans le cadre de toute offre publique qui en résulterait.

## Points à retenir

Pour nous, cet exercice offre une analyse représentative et intéressante des inefficiences du marché et permet de faire ressortir l'effet de la structure de placement et des acheteurs sur les caractéristiques d'évaluation d'un actif. Voici néanmoins quelques points à retenir :

- Il est évident qu'il faudrait des capitaux considérables pour exploiter activement les occasions d'arbitrage connexes – par exemple, acquérir l'intégralité de la structure de capital d'un portefeuille de TACHC existant ou prendre une participation majoritaire dans un FPI coté en bourse dans une optique de privatisation.
- En tant qu'investisseur, il est important d'examiner attentivement les politiques d'évaluation des instruments de placement privés et de les comparer à des options de placements similaires, qu'elles soient cotées en bourse ou non, lorsque cela est possible.
- C'est notamment le cas pour les prêts hypothécaires classiques : la prime d'illiquidité à long terme existe bel et bien et est facilement observable lorsque l'on utilise ces placements pour remplacer en partie des titres de sociétés à revenu fixe similaires. Ces éléments viennent confirmer l'avantage d'inclure des instruments de placement privés à la tranche à long terme de votre portefeuille de placement.