

La vogue des PAPE de sociétés à mégacapitalisation

Cela aura-t-il une incidence sur les portefeuilles d'actions à gestion passive?



Samuel Carriere, CFA
vice-président, Gestion des portefeuilles clients, GPTD

Alex Sandercock, CFA
vice-président et directeur, Gestion passive des actions, GPTD

Matt Bushey, CFA
associé, Gestion des portefeuilles clients, GPTD

Khashayar Badiee
associé, Gestion passive des actions, GPTD

En bref

- Les premiers appels publics à l'épargne (PAPE) de sociétés à mégacapitalisation sont un événement important sur le marché pour les portefeuilles à gestion passive. Contrairement aux PAPE typiques, des sociétés comme SpaceX, OpenAI et Anthropic pourraient être introduites sur le marché avec des capitalisations boursières élevées, ce qui rend immédiatement pertinente leur inclusion dans les indices et les portefeuilles à gestion passive.
- Les fournisseurs d'indices accélèrent les délais d'inclusion, mais pas de façon uniforme. Certains indices de référence (p. ex. MSCI, Nasdaq et les indices S&P élargis) permettent déjà d'accélérer le processus selon la taille et le flottant, mais les indices phares comme le S&P 500 appliquent toujours des exigences plus strictes en matière de rentabilité et d'acclimatation, ce qui crée des trajectoires d'inclusion divergentes entre les fournisseurs.
- L'inclusion peut être rapide, mais l'impact sur l'indice dépendra du flottant et de la structure : même avec des évaluations importantes, les pondérations initiales de l'indice peuvent être limitées en raison du faible flottant, des structures à deux catégories, et des périodes d'immobilisation, l'exposition passive augmentant au fil du temps à mesure que d'autres actions deviennent disponibles et que le taux du flottant augmente.

Rares sont les PAPE suffisamment importants pour compter aux yeux des investisseurs institutionnels qui utilisent des stratégies de gestion passive d'actions. La plupart des nouvelles inscriptions ne répondent pas aux critères d'inclusion dans les indices à

grande capitalisation, comme l'indice S&P 500 ou l'indice MSCI Monde, ce qui limite leur impact sur les portefeuilles qui reproduisent des indices de référence.

Les choses sont sur le point de changer. Les PAPE de sociétés à mégacapitalisation comme SpaceX, Anthropic et OpenAI pourraient faire arriver sur le marché des sociétés de taille remettant en question les cadres d'inclusion des indices existants. Les fournisseurs d'indices sont aux prises avec la délicate décision de savoir s'il faut accélérer l'inclusion de ces sociétés dans les indices ou les exclure tant qu'elles ne répondent pas aux critères d'inclusion standard.

Examinons les répercussions potentielles de ces PAPE de premier plan sur les indices boursiers, les mécanismes d'inclusion dans les indices et ce que cela signifie pour les portefeuilles à gestion passive que gère l'équipe des placements en actions à gestion passive de Gestion de Placements TD Inc. (GPTD).

Ce dont parlent les investisseurs.

Le débat entourant les PAPE de sociétés à mégacapitalisation s'intensifie depuis 2025, le marché s'intéressant de plus en plus aux sociétés comme SpaceX, Anthropic et OpenAI, en se demandant si et comment elles pourraient accéder aux marchés publics en définitive. Les sociétés en question avaient beau ne pas avoir encore atteint le seuil de rentabilité, ces PAPE potentiels ont suscité beaucoup d'attention sur le marché, en raison de l'ampleur des revenus. Soulignons qu'ils donneraient également aux investisseurs sur les marchés publics un accès à des modèles d'affaires qui sont largement inaccessibles aujourd'hui, en particulier à l'IA conversationnelle et aux grands modèles de langage que nous sommes déjà nombreux à utiliser, ainsi qu'une exposition au secteur spatial commercial par l'intermédiaire de SpaceX.

Les investisseurs s'intéressent aussi déjà de près aux actifs sous-jacents et aux plateformes intégrées à ces activités. SpaceX contrôle Starlink, un fournisseur de services Internet par satellite déjà bien établi, ainsi que ses programmes généraux d'exploration spatiale et Starship. OpenAI possède et exploite ChatGPT, tandis qu'Anthropic développe et exploite Claude et Claude Code.

Toutefois, forts des revenus déjà évalués à plusieurs milliards de dollars, des attentes de croissance élevées à l'égard de leurs modèles d'affaires liés à l'IA et de plusieurs cycles de financement privé menés à bien, ces PAPE populaires devraient mettre les actions sur le marché à des évaluations supérieures à celles de bon nombre de sociétés ouvertes bien établies des principaux indices.

Nom de la société	Date du PAPE	Capitalisation boursière estimative	Pourcentage d'actions émises en bourse
SpaceX	12 juin 2026	De 1 000 à 1 800 milliards	7,53 %
OpenAI	Dépôt d'un prospectus confidentiel le 9 juin 2026; rumeur de PAPE pour le quatrième trimestre de 2026 ou 2027	852 milliards	Selon les estimations, la capitalisation boursière se situe entre 5 % et 8 %
Anthropic	Dépôt d'un prospectus confidentiel le 1 ^{er} juin 2026; PAPE attendu au quatrième trimestre de 2026	965 milliards	Selon les estimations, la capitalisation boursière se situe entre 5 % et 8 %

Source : Les renseignements sur le PAPE de SpaceX proviennent de la fonction IPO de Bloomberg. Les capitalisations boursières estimatives d'OpenAI et d'Anthropic reposent sur les données de Bloomberg et reflètent les dernières rondes de financement privé. Les hypothèses concernant le pourcentage d'actions qui devraient être émises publiquement pour OpenAI et Anthropic sont des estimations fondées sur le marché, car aucun document officiel de PAPE n'est actuellement disponible.

La transparence limitée dont disposent les investisseurs représente un autre défi lorsqu'il s'agit d'évaluer ces sociétés avant un PAPE. Les estimations préalables au PAPE en matière de capitalisation boursière, de revenus, de rentabilité et de pourcentage d'actions à émettre reposent souvent sur des renseignements et des hypothèses préliminaires, car les informations complètes ne sont disponibles qu'une fois qu'une société fait officiellement son entrée sur les marchés publics. Par conséquent, de nombreuses équipes de placement en actions à gestion passive travaillent à partir d'hypothèses et attendent les précisions définitives du PAPE, ainsi que les annonces officielles des fournisseurs d'indices, avant d'agir.

Pour les investisseurs qui utilisent des stratégies à gestion passive, il ne faut pas oublier qu'une grande capitalisation boursière ne se traduit pas automatiquement par une pondération indicielle importante. Penchons-nous sur les concepts clés et le fonctionnement des indices en ce qui concerne l'inclusion ces nouveaux PAPE de sociétés à mégacapitalisation.

Comprendre les mécanismes d'inclusion des indices

Principales définitions :

- **Capitalisation boursière** : Valeur totale d'une société. Dans le cas des sociétés ouvertes, cela est calculé en multipliant le cours de l'action par le nombre total d'actions en circulation.
- **Capitalisation boursière flottante** : Valeur d'une société fondée uniquement sur les actions cotées en bourse, excluant celles détenues par les initiés, les fondateurs et les propriétaires stratégiques.
- **Inclusion accélérée** : Règles de l'indice qui permettent d'ajouter à un indice de référence une société effectuant un PAPE de très grande envergure dans les jours suivant l'inscription, sans attendre que les critères d'inclusion standard soient respectés et que les périodes d'examen soient terminées.
- **Structure à deux catégories d'actions** : Structure émettant des types d'actions aux droits de vote inégaux, permettant aux fondateurs et aux initiés de garder le contrôle malgré leur participation minoritaire.
- **Période d'immobilisation** : Période suivant un PAPE au cours de laquelle les initiés ne peuvent pas vendre leurs actions; son expiration entraîne habituellement le placement d'actions supplémentaires sur le marché public.

S&P

À la suite de sa consultation de juin 2026, S&P a instauré une approche claire à deux niveaux pour l'inclusion des sociétés à mégacapitalisation réalisant un PAPE. Rien ne change pour l'indice S&P 500, toutes les exigences existantes (comme la période d'acclimatation de 12 mois, le flottant minimal et la rentabilité soutenue) restant pleinement en vigueur, ce qui se traduit par un processus plus long et plus rigoureux pour les sociétés nouvellement inscrites. En revanche, S&P a mis en place un mécanisme d'inclusion accélérée propre à ses indices généraux, comme les indices Total Market et Completion, qui permet d'ajouter des sociétés effectuant un PAPE de grande envergure qui respectent les seuils définis de capitalisation boursière ajustés en fonction du flottant peu après l'inscription, en s'appuyant sur le cours du premier jour et avec préavis. Il est important de noter que ce parcours élimine les exigences de rentabilité et d'acclimatation, ce qui permet une inclusion plus rapide sur le marché élargi. Globalement, le résultat crée une distinction claire : un accès accéléré à une exposition au marché élargi, mais une trajectoire plus lente, guidée par les critères, vers l'indice phare S&P 500.

MSCI

MSCI n'a pas besoin de modifier ses règles pour traiter les PAPE de grande envergure. La société applique son processus actuel d'inclusion accélérée, qui permet déjà d'inclure de très grandes sociétés assez rapidement après leur inscription. L'inclusion dépend principalement de la taille, de la liquidité et du flottant, sans exigence de rentabilité ni période d'acclimatation fixe, ce qui rend l'approche de MSCI plus souple que celle d'indices comme le S&P 500.

L'une des grandes différences tient dans la façon dont MSCI traite le flottant. Plutôt que d'appliquer un seuil minimal rigide, MSCI tient compte du flottant en termes absolus et ajuste en fonction de la taille de la société. Par conséquent, de très grandes sociétés dont le flottant initial est relativement faible peuvent être admissibles, tant que la capitalisation boursière globale et le flottant disponible sont suffisamment importants.

En pratique, cela signifie que des titres faisant l'objet de PAPE de grande envergure, liquides peuvent être ajoutés aux indices de référence MSCI relativement peu de temps après l'inscription, même lorsque l'actionnariat public est limité au moment du lancement.

Nasdaq

Le Nasdaq-100 comprend des sociétés qui répondent à plusieurs critères d'admissibilité de base, dont les suivants : inscription principale au Nasdaq Global Select Market ou au Nasdaq Global Market, exclusion du secteur financier, valeur quotidienne moyenne des opérations de 5 millions de dollars sur une période minimale de trois mois et classement parmi les 100 plus importantes sociétés non financières cotées au Nasdaq selon la capitalisation boursière (les candidats à la procédure accélérée devant habituellement avoir une capitalisation boursière estimée à environ 102 milliards de dollars). Contrairement à l'indice S&P 500, il n'y a aucune exigence de rentabilité, et l'indice utilise une méthode modifiée de pondération en fonction de la capitalisation boursière tout en excluant les FPI, les SAVS et les titres avant émission. Les récents changements apportés aux règles sont entrés en vigueur le 1^{er} mai 2026, ce qui a accéléré davantage l'inclusion de sociétés à mégacapitalisation réalisant un PAPE, en permettant l'ajout des titres dès 15 jours de bourse après l'inscription, en éliminant l'exigence de flottant minimal, en appliquant un coefficient de flottant ajusté en fonction de la taille pour les sociétés à faible flottant et en introduisant de nouveaux tests de classement trimestriel.

Solactive

La dernière période de consultation de Solactive, qui a pris fin le 1^{er} mai 2026, introduit un cadre structuré d'inclusion accélérée pour les PAPE de sociétés à mégacapitalisation, qui permet aux sociétés nouvellement inscrites respectant les seuils prédéfinis de taille, de liquidité et d'admissibilité d'être ajoutée aux indices en dehors du calendrier de rééquilibrage standard. L'approche est conçue pour assurer une inclusion plus rapide des titres faisant l'objet de PAPE de grande envergure pertinents pour le marché, tout en maintenant un processus fondé sur des règles grâce à un mécanisme d'examen des PAPE qui limite le pouvoir discrétionnaire. De plus, les changements officialisent des délais de mise en œuvre et des critères d'admissibilité plus clairs pour l'ensemble des principales familles d'indices de référence de Solactive, ce qui améliore la cohérence et la transparence quant au traitement des PAPE. Globalement, la mise à jour réduit le décalage historique en matière d'inclusion, rend l'indice plus réactif aux nouvelles inscriptions importantes et met la méthodologie de Solactive plus en concordance avec l'évolution des normes du secteur et les attentes des investisseurs.

Règles d'inclusion des indices applicables aux nouveaux PAPE

Critère	S&P 500	MSCI	Nasdaq-100	Solactive
Règle d'inclusion accélérée?	Non	Oui	Oui	Oui
Plus court délai d'inclusion après PAPE	Au moins 12 mois	10 jours de bourse à partir du PAPE	15 jours de bourse à partir du PAPE	Les indices personnalisés, comme l'indice Solactive Global Technology Leaders, accélèrent l'inclusion des titres faisant l'objet d'un PAPE au bout de 10 jours de bourse; pour les indices généraux de Solactive, l'inclusion a lieu au prochain rééquilibrage.
Exigences portant sur la rentabilité	Oui – quatre trimestres consécutifs de rentabilité	Non	Non	Non
Seuil minimal du flottant	Minimum absolu de 10 %	Environ 15 % de flottant; MSCI conserve une certaine latitude quant à l'inclusion des titres faisant l'objet d'un PAPE de grande envergure	Non	Annulation des exigences relatives au flottant si la capitalisation boursière dépasse 1 G\$ US
Changements de règles pour les sociétés à mégacapitalisation?	Oui – Proposition rejetée le 4 juin 2026	Non – le cadre actuel est jugé suffisant	Oui – Entrée en vigueur le 1 ^{er} mai 2026	Oui – Entrée en vigueur le 30 juin 2026
Admissibilité de SpaceX?	Non – Admissible au plus tôt en juin 2027 (sous réserve du respect du critère de rentabilité)	Oui – Prévues pour la fin juin 2026	Oui – Prévues pour la fin juin 2026 (jour 15 après le PAPE)	Pour les indices personnalisés, l'inclusion est prévue à l'issue de 10 jours de bourse; pour les indices boursiers généraux, l'inclusion aura lieu lors du rééquilibrage d'août.

Conséquences pour les portefeuilles d'actions à gestion passive de GPTD

En résumé, l'augmentation des PAPE de sociétés à mégacapitalisation introduit une nouvelle dynamique pour les placements à gestion passive, les délais, l'admissibilité et la mise en œuvre pouvant varier considérablement d'un fournisseur d'indice à l'autre. Bien que les mécanismes d'inclusion accélérée rendent le processus plus rapide, les différences entre les exigences de rentabilité, les seuils de flottant et les périodes d'acclimatation créent des trajectoires divergentes vers les

principaux indices de référence. Il est important de noter que même lorsque l'inclusion est accélérée, son impact sur le portefeuille dépend du flottant et de la disponibilité des actions, les pondérations augmentant au fil du temps.

Pour l'équipe des placements en actions à gestion passive de GPTD, la priorité reste de reproduire fidèlement les indices sous-jacents tout en réduisant au minimum l'erreur de reproduction; par conséquent, l'équipe se prépare activement

à intégrer systématiquement ces titres à mesure qu'ils font leur entrée dans les univers des indices de référence, en veillant à ce que les portefeuilles demeurent alignés sur l'indice au fil de son évolution et à ce que le processus de mise en œuvre soit efficace. Sur le plan opérationnel, deux questions clés se posent lors de l'intégration de ces titres à nos stratégies de gestion passive d'actions : Quelle pondération indiciaire ces titres auront-ils en fin de compte dans l'indice? Et y aura-t-il suffisamment de liquidités pour négocier ces positions sans entraîner d'impact important sur le marché?

En ce qui concerne l'exposition à l'indice, il est difficile de fournir une estimation précise à l'avance, car les fournisseurs d'indices déterminent en fin de compte les pondérations à l'entrée en fonction de la capitalisation boursière flottante après le PAPE, qui peut varier selon le rendement du marché. Ce que nous savons, c'est qu'en raison du flottant relativement faible à l'inscription, il est peu probable que les fournisseurs d'indices comme MSCI attribuent une pondération initiale importante. Habituellement, les pondérations des indices sont plutôt rajustées au fil du temps à mesure

que d'autres actions deviennent disponibles sur le marché ouvert, ce qui se produit souvent après l'expiration des périodes d'immobilisation.

Alors que des sociétés comme SpaceX, OpenAI et Anthropic devraient arriver sur le marché avec de très grandes capitalisations boursières, leur flottant initial devrait être nettement inférieur à celui de nombreuses composantes existantes des indices de référence, comme l'indice S&P 500.

Au chapitre de la liquidité et du volume des opérations, il demeure difficile de prévoir des niveaux précis, surtout compte tenu de la nature très médiatisée de ces PAPE et de l'attrait qu'ils auront a priori pour les investisseurs particuliers. Cela dit, nous avons analysé un éventail de scénarios basés sur des PAPE historiques très médiatisés réalisés aux États-Unis. Selon notre analyse, compte tenu de la taille actuelle du fonds et du volume simulé de SpaceX à la date d'inclusion, nous devrions être en mesure d'obtenir une exposition à un prix proche du cours du marché, ce qui nous permettra de nous aligner étroitement sur l'inclusion dans l'indice tout en réduisant au minimum l'erreur de reproduction par rapport à l'indice de référence sous-jacent. ■



Réservé aux investisseurs institutionnels canadiens. Les renseignements aux présentes sont fournis à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Le présent document n'a été examiné par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et n'est pas enregistré auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans ce document concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et ils pourraient changer. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. Le présent document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces attentes et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés.

Les placements dans des FNB peuvent comporter des commissions, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus et l'aperçu du FNB avant d'investir. Les FNB ne sont pas garantis; leur valeur fluctue souvent et le rendement passé peut ne pas se reproduire. Comme les parts de FNB sont achetées et vendues sur une bourse au cours du marché, les frais de courtage en réduiront le rendement.

Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »).

GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.