

Dette privée semi-liquide : La révolution discrète des marchés privés



Février 2026

Principaux points à retenir

- Des structures de fonds innovantes sur les marchés privés sont désormais accessibles aux clientèles intermédiées et aux conseillers en gestion de patrimoine.
- Ces structures, connues sous le nom de fonds semi-liquides, offrent un certain nombre d'avantages aux clients fortunés, grâce à des caractéristiques conçues pour répondre à leurs besoins spécifiques en matière de liquidité, de risque et de performance.
- Selon nous, la dette privée est une classe d'actifs qui présente des caractéristiques essentielles en termes de liquidité, de diversification¹ et de valorisation qui conviennent parfaitement à une structure de fonds semi-liquides.

Démocratiser l'accès aux produits alternatifs

Selon les prévisions d'un rapport récent, l'AUM des fonds alternatifs devrait atteindre 32 000 milliards \$ d'ici 2030, après avoir plus que doublé depuis 2021². La croissance des investissements en actifs alternatifs reste robuste et la base d'investisseurs s'élargit inévitablement à mesure que les gestionnaires d'actifs innovent pour répondre aux besoins de plus en plus diversifiés des investisseurs.

En particulier, le segment de la gestion de fortune s'impose rapidement comme un secteur de croissance clé. Selon nos recherches, les produits alternatifs pourraient représenter 5 % des actifs en gestion de fortune aux États-Unis d'ici 2029, contre 3,5 % en 2025, soit une augmentation des actifs de 2 700 milliards \$³. Les demandes des investisseurs pour des produits plus liquides et une meilleure accessibilité ont contribué progressivement à l'essor discret mais régulier des produits alternatifs dans le secteur de la gestion de fortune.

Les gérants d'actifs répondent à ces besoins en développant de nouvelles structures de fonds et en ajustant les stratégies afin de tenir compte des diverses exigences. En bref, ils « démocratisent » l'accès en mettant à la disposition d'un plus grand nombre d'investisseurs des classes d'actifs historiquement réservées aux investisseurs institutionnels, désormais ouvertes à un plus large éventail d'investisseurs.

AUTEUR



PATRICK REID, CFA
*Managing Director,
Private Markets
Distribution*

Veuillez consulter la page 4 pour prendre connaissance « d'informations et avertissements importants ».

¹ La diversification ne supprime pas le risque de perte.

² Preqin. « Les marchés privés en 2030 » 15 octobre 2025.

³ Morgan Stanley Research, « Private Wealth : Capturing the Next Wave of Growth. » 22 mai 2025.

Souvent appelées fonds semi-liquides, ces structures innovantes présentent plusieurs avantages pour les investisseurs professionnels et non professionnels au sein de la gestion de fortune. Il existe également des

considérations importantes en matière de liquidité et de performance auxquelles les investisseurs doivent rester attentifs. Dans ce document, nous présentons les principales caractéristiques des fonds semi-liquides.

Ensuite nous soulignons la pertinence des fonds semi-liquides pour la dette privée, un secteur de plus en plus demandé.

Investir de manière continue

Les fonds traditionnels du marché privé, connus sous le nom de fonds à appels de capitaux ou fonds fermés, ont généralement une période de commercialisation prédéfinie au terme de laquelle le gérant (« General Partner » ou « GP ») appelle progressivement les souscriptions des investisseurs (« Limited Partner » ou « LP »), généralement sur une période de quatre à six ans. En revanche, les fonds semi-liquides sont ouverts et offrent un accès permanent, permettant aux détenteurs d'actifs de rester investis aussi longtemps qu'ils le souhaitent. Du point de vue de l'investisseur, cela est souvent considéré comme une démocratisation de l'accès aux produits alternatifs, qui les rapprochent des investissements traditionnels dans la manière dont ils sont négociés. Pour attirer les investisseurs dans ces nouvelles structures, certains organismes de réglementation ont également abaissé les seuils d'investissement en introduisant de nouveaux types de véhicules d'investissement.

ILLUSTRATION 1A

Appels de capitaux et distributions : Fonds semi-liquides vs fonds fermés

Structures des fonds fermés

Les investisseurs qui ont recours aux structures traditionnelles de fonds fermés doivent investir dans plusieurs fonds pour maintenir leur exposition cible à une classe d'actifs donnée dans la durée. Leur exposition totale correspondra à la valeur liquidative (VL) combinée de ces fonds, qui peut fluctuer en raison de la diversité des échéances des appels de capitaux et des distributions de liquidités. Ces facteurs, essentiels pour déterminer la valeur liquidative d'un fonds, compliquent souvent l'alignement des expositions réelles et ciblées. Par conséquent, les investisseurs doivent être plus attentifs à la gestion des délais d'engagement des capitaux, aux multiples flux de trésorerie et au reporting consolidé, y compris pour les impôts.

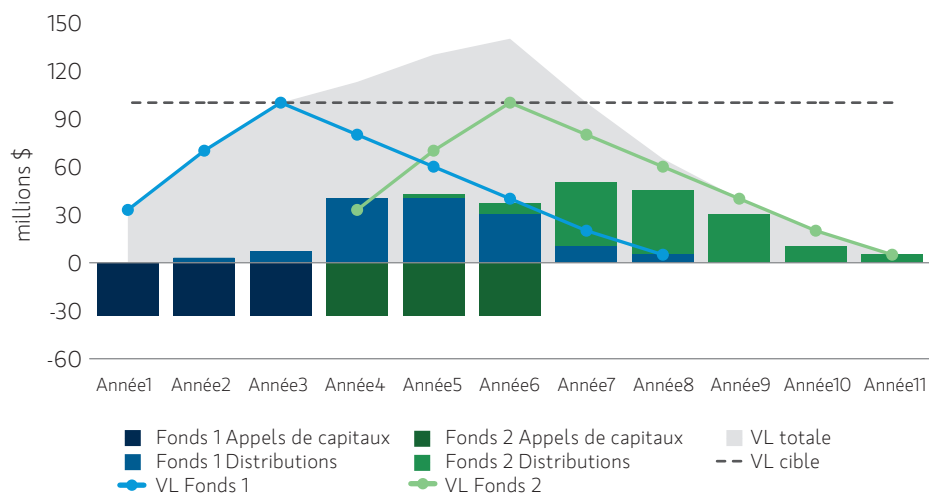
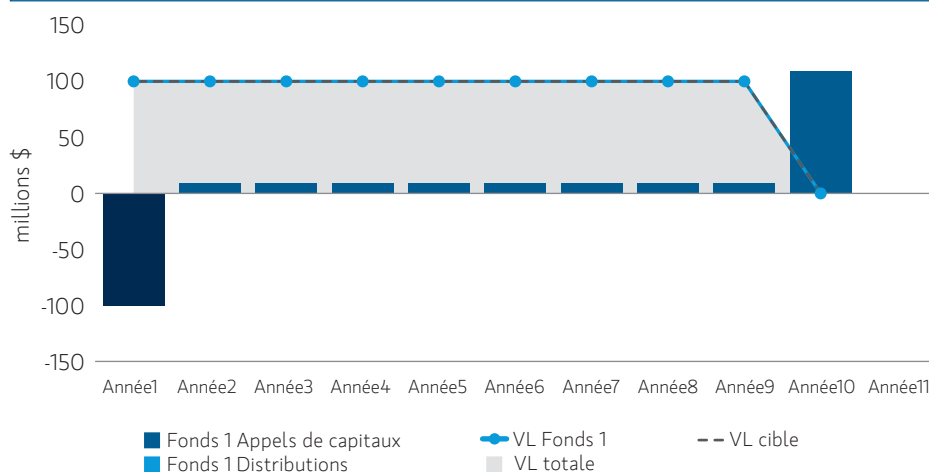


ILLUSTRATION 1B

Structures de fonds semi-liquides

Les structures semi-liquides entièrement financées permettent aux investisseurs d'obtenir immédiatement l'exposition souhaitée par le biais d'un engagement unique, tout en conservant une exposition proche de leur allocation cible. L'objectif des fonds est de générer des flux de trésorerie réguliers. Bien qu'ils ne soient pas garantis et qu'ils soient soumis à des plafonds, les fonds semi-liquides visent également à fournir une liquidité complète en un seul remboursement.



Source : Morgan Stanley Investment Management. Au 12 novembre 2024. Les déclarations ci-dessus reflètent les points de vue et opinions de MSIM à la date du présent document et non à une date ultérieure, et ne seront ni mises à jour ni complétées. À titre d'illustration uniquement et non représentatif d'une quelconque transaction réelle ou anticipée. Les tendances historiques ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Toutes les prévisions peuvent varier et ne pas se concrétiser en raison de l'évolution de la conjoncture économique et des conditions du marché.

Au-delà des due diligence incessantes

Les intermédiaires et les gestionnaires de fortune consacrent une grande partie de leur temps à effectuer des due diligence pour le compte des investisseurs afin de mettre les produits « sur la plateforme ». Pour les fonds fermés, le processus exige généralement qu'ils effectuent des due diligence sur le gérant et la stratégie. Ils répètent ensuite ce processus à chaque fois qu'un nouveau gérant arrive sur le marché. Pour chaque fonds fermé, le responsable de l'allocation doit faire appel de manière épisodique à son équipe chargée des due diligence, puis, après approbation de ces contrôles, promouvoir l'offre dans le cadre d'une fenêtre de commercialisation

IDÉE EN BREF		
UN MEILLEUR ACCÈS : Des solutions de fonds innovantes ont vu le jour pour rationaliser les procédures d'allocation et de rachat, élargissant ainsi l'accès à l'investissement sur les marchés privés aux intermédiaires et aux gestionnaires de fortune.	DIFFÉRENCE : Les structures semi-liquides ont été conçues pour répondre aux besoins spécifiques des intermédiaires et des gestionnaires de fortune, et présentent plusieurs différences par rapport aux fonds fermés traditionnels que les investisseurs doivent prendre en compte.	ALIGNEMENT À L'OBJECTIF POURSUIVI : Certains actifs des marchés privés s'intègrent mieux dans les structures semi-liquides, en particulier la dette privée, une classe d'actifs dont les caractéristiques sont : des paiements réguliers, une liquidité d'investissement connue, des méthodes de valorisation établies et un potentiel de diversification important.

généralement courte et limitée. Les solutions semi-liquides ouvertes permettent d'alléger les processus de due diligence. Leur structure permet à l'intermédiaire ou au spécialiste de l'allocation de souscrire à l'avance et de se concentrer ensuite sur le suivi et la commercialisation continue, plutôt que de réengager systématiquement un nouveau processus.

La disponibilité des produits « en rayon » permet aux investisseurs de décider de leur exposition. D'une certaine manière, cette facilité n'est pas sans rappeler l'allocation à une série de fonds dans la durée, mais d'une manière beaucoup plus efficace qui offre aux investisseurs un plus grand choix quant à leur exposition et à leur diversification. Contrairement aux fonds fermés, si les conditions évoluent, les structures semi-liquides offrent aux investisseurs la possibilité d'interrompre leur allocation.

Simplification opérationnelle

D'un point de vue opérationnel, éviter les appels périodiques de capitaux intéresse autant les intermédiaires que les investisseurs finaux. Dans les structures semi-liquides, le capital est engagé et appelé une seule fois, après quoi les investisseurs peuvent choisir d'effectuer des souscriptions supplémentaires. Pour de nombreux investisseurs, la possibilité de s'engager en une seule fois, comme ils le feraient dans des fonds traditionnels, est très appréciée. Si on les compare aux fonds fermés traditionnels des marchés privés : les appels de capitaux et les investissements s'échelonnent sur plusieurs années, obligeant l'investisseur à gérer soigneusement le capital engagé afin de répondre aux appels de capitaux futurs.

Pour les intermédiaires et les gestionnaires de fortune, les fonds semi-liquides nécessitent moins de ressources. La nécessité pour les équipes opérationnelles de surveiller et de communiquer les appels de capitaux passés ou à venir qu'un investisseur peut avoir retardés ou manqués est très réduite dans le format semi-liquide.

Considérations

PERFORMANCE DES INVESTISSEMENTS

Les fonds fermés traditionnels sont conçus pour des motifs d'investissement spécifiques. Par exemple, en n'appelant le capital qu'en cas de besoin, les gérants tentent de maximiser le taux de rentabilité interne (TRI) et les multiples du capital investi (MOIC) des clients en investissant dans les meilleures opportunités lorsqu'elles se présentent sur le marché. Cet arrangement donne aux investisseurs la possibilité d'utiliser ces liquidités pendant la période où le gérant du fonds fermé ne fait pas appel au capital.

L'investissement initial pour les fonds semi-liquides peut avoir des implications différentes en termes de performance. La responsabilité de l'allocation du capital incombe au gérant, qui doit s'efforcer d'agir rapidement pour éviter que les liquidités ne pèsent sur la performance, c'est-à-dire que leur rendement plus faible restant dans le portefeuille ne dilue la performance globale. Mais en renonçant au contrôle des échéances des flux de trésorerie, le gérant du fonds semi-liquide doit généralement conserver une « poche de liquidité », composée de liquidités et/ou d'investissements sur les marchés cotés, pour conserver le capital s'il ne peut pas être immédiatement investi dans une opportunité d'investissement sur les marchés privés.

Le capital inexploité dans la poche de liquidité peut affecter la performance globale, en fonction, bien sûr, de sa performance par rapport au marché privé ciblé. Les investisseurs qui évaluent les fonds semi-liquides devront tenir compte de cette caractéristique et décider si la prime d'illiquidité est acceptable et s'il est justifié de disposer d'une certaine liquidité.

PROFIL DE RISQUE

Avec les appels de capitaux initiaux dans les fonds semi-liquides, le gérant doit allouer l'intégralité du capital. Comme nous l'avons mentionné, les gérants incapables d'investir rapidement sur les marchés privés peuvent investir ailleurs, par exemple dans des classes d'actifs traditionnelles. Inévitablement, une telle exposition pourrait accroître la corrélation avec les marchés traditionnels. Comprendre comment une telle exposition affecte le profil de risque mérite une certaine attention de la part des investisseurs.

VALORISATION

Dans les structures semi-liquides, la confiance et le calcul précis des valorisations pour les investisseurs entrants et sortants sont primordiaux. Par exemple, des problèmes peuvent survenir si les investisseurs se désengagent à des valorisations élevées et que cela se fait au détriment des investisseurs restants. De même, des investisseurs se positionnant à des points d'entrée sous-évalués pourraient désavantager d'autres investisseurs. Les problèmes de valorisation peuvent bien sûr être atténués par des procédures de valorisation appropriées. Les investisseurs doivent tester ces procédures dans le cadre du processus de due diligence et ne sélectionner que les stratégies qui démontrent une capacité fiable à fixer le prix des

investissements équitablement pour tous les investisseurs.

À l'instar des structures semi-liquides, il est également essentiel de disposer de méthodes de valorisation fiables pour les fonds fermés. Toutefois, la nature plus synchrone des appels et de la distribution des capitaux à tous les investisseurs du fonds simultanément réduit la complexité de la fixation du prix à laquelle sont confrontés les fonds semi-liquides.

AVANTAGES DU RACHAT

La possibilité d'effectuer des rachats comme bon leur semble constitue un élément attractif pour les investisseurs. Les structures semi-liquides facilitent le choix des rachats par rapport aux solutions traditionnelles moins liquides du marché privé. Plus précisément, les fonds semi-liquides proposent une option qui permet des rachats périodiques, généralement sur une base trimestrielle, sous réserve de plafonds de rachats (un mécanisme en place pour restreindre les rachats au-delà d'un certain pourcentage). Le mécanisme de rachat permet aux gérants de verser des liquidités de manière ordonnée, ce qui donne aux

investisseurs la possibilité d'ajuster leur exposition au fil du temps et de puiser des liquidités dans une solution jusqu'alors moins liquide.

Pour fournir de la liquidité, il existe aussi les mécanismes de souscriptions qui remplacent les rachats et, dans certains cas, les lignes de crédit. Ces deux mécanismes sont utiles mais il ne faut pas en être entièrement tributaire. Les investisseurs doivent évaluer les options de rachat pour déterminer la plus appropriée. Ils doivent également tenir compte de tout compromis potentiel concernant la prime d'illiquidité qu'ils recherchent et se demander s'ils pensent générer un niveau de rendement et de risque proportionnel. Les réponses varieront en fonction de chaque stratégie semi-liquide et de l'appétit de chaque investisseur.

AUTRES COMPORTEMENTS DES INVESTISSEURS

En introduisant des exigences supplémentaires en matière de liquidité, le comportement des gérants peut changer et influencer le profil rendement/risque du fonds. Dans une structure semi-liquide, le gérant peut être contraint d'allouer rapidement des liquidités afin d'éviter une contribution

négative des liquidités et une diminution des conditions d'investissement. Il peut également être contraint de vendre pour pouvoir satisfaire les ordres de rachat des investisseurs. À l'inverse, les structures plus traditionnelles offrent aux gérants la possibilité d'allouer les capitaux et de liquider les positions comme et quand ils le souhaitent.

Par conséquent, le processus d'investissement n'est pas aussi simple pour le gérant de fonds semi-liquides. Il doit adopter une approche rigoureuse des ventes d'actifs pour éviter de se retrouver en position où il est contraint de le faire. Les mécanismes de gates, qui permettent aux gérants de limiter les rachats, sont utiles à cet égard. Toutefois, ils risquent de provoquer l'insatisfaction des clients s'ils sont mal gérés. Les gérants peuvent également atténuer les risques de liquidité en diversifiant leur base d'investisseurs.

Une stratégie adaptée aux fonds semi-liquides

Compte tenu de ces considérations, la question essentielle est de savoir quelles sont les meilleures stratégies sur les marchés privés adaptées aux structures semi-liquides. De toute évidence, les investissements les

ILLUSTRATION 3

Principales différences

FONDS SEMI-LIQUIDES	FONDS FERMÉS
■ PERFORMANCES : Une partie du capital est généralement détenue sous forme de liquidités et/ou d'investissements cotés au sein d'une poche de liquidité, ce qui signifie qu'une partie de la performance du fonds provient des marchés traditionnels.	■ Les gérants de fonds tentent de maximiser le TRI et le MOIC des clients en ne faisant des appels de capitaux que lorsque les meilleures opportunités se présentent.
■ RISQUE : Les corrélations des actifs de la poche de liquidité peuvent être plus élevées avec les actifs traditionnels qu'avec les actifs du marché privé.	■ Les actifs cotés sont limités par rapport aux véhicules semi-liquides, ce qui devrait apporter un degré de diversification supplémentaire par rapport aux actifs traditionnels.
■ VALORISATION : Des procédures de valorisation claires et fiables sont essentielles pour assurer un traitement équitable des investisseurs entrants et sortants en matière de fixation des prix.	■ Les fonds fermés sont moins confrontés à la complexité des valorisations, étant donné le schéma relativement simple de contribution et de distribution d'un fonds.
■ RACHATS : Pour les investisseurs, les mécanismes de rachat offrent une plus grande souplesse dans le remboursement du capital sur une base plus prévisible et plus régulière.	■ La fréquence des distributions dépend généralement du moment où les actifs détenus dans le fonds sont vendus, ce qui peut être difficile à prévoir pour les investisseurs.
■ COMPORTEMENT DES INVESTISSEURS : Les gérants doivent trouver un équilibre entre la nécessité de disposer de liquidités et la détention d'actifs moins liquides dans le portefeuille, mettant davantage l'accent sur la rigueur d'achat et de vente.	■ La pression limitée pour maintenir la liquidité offre aux gérants une plus grande flexibilité pour choisir le moment d'acheter et de vendre leurs actifs sur le marché privé.

plus illiquides ne font pas sens, car il serait impossible de les vendre en cas de besoin, ce qui suggère un décalage évident entre l'actif et le passif. Selon nous, les stratégies qui conviennent le mieux à cette structure doivent présenter certaines des caractéristiques suivantes :

- une forme de distribution régulière et programmée dans la durée
- liquidité ou durée connue des investissements
- Fin contractuelle de l'investissement ou fin non soumise à des catalyseurs inconnus
- Disponibilité abondante d'actifs susceptibles d'être investis
- Opportunités de diversification
- Faible sensibilité au risque lié à un millésime spécifique
- Capacité à valoriser les actifs de manière efficace et cohérente à l'aide d'indicateurs standardisés
- Stratégies présentant un écart de performance limité entre la structure fermée classique et la structure ouverte semi-liquide.

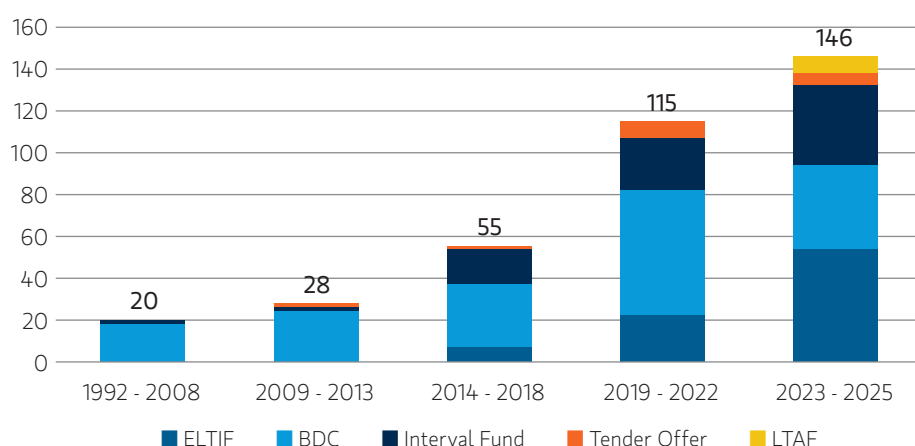
Bon nombre des critères ci-dessus correspondent bien aux caractéristiques de la dette privée. La classe d'actifs est souvent contractuelle par nature : de nombreux investissements versent des coupons réguliers et sont convertis en liquidités lorsque le principal est remboursé par refinancement ou à la fin de la durée du prêt, ce qui assure la liquidité. Il n'est donc pas surprenant de constater la forte croissance des solutions semi-liquides axées sur la dette privée.

Les lancements de véhicules d'investissement dans la dette privée

ILLUSTRATION 4

Les fonds de dette privée se multiplient pour répondre à la demande des investisseurs

Lancement d'un fonds de dette privée



Source : Preqin, Morgan Stanley Investment Management. Au 31 décembre 2025.

ont augmenté régulièrement ces dernières années, en particulier entre 2023 et 2025. (Illustration 4). Les principales structures d'investissement comprennent les BDC, les « European Long-Term Investment Funds » (ELTIF), les fonds à intervalle et les offres de rachat.

Les structures SICAV Part II sont également de plus en plus reconnues et disponibles en Europe et en Asie.

La dette privée est une branche du marché privé en plein essor, dont l'actif brut est estimé à environ 3 000 milliards \$ à l'échelle mondiale⁴. La dette privée est également un segment où les investissements sont généralement diversifiés par nature et où il est possible d'appliquer des méthodes de valorisation cohérentes.

Conclusion

La croissance des fonds semi-liquides devrait se poursuivre et, comme

nous l'avons souligné, ces véhicules présentent de nombreux avantages pour les investisseurs souhaitant s'exposer aux marchés privés. Il est important de noter qu'il existe des différences essentielles par rapport aux fonds fermés traditionnels méritant d'être prises en compte par les investisseurs. Les investisseurs doivent aussi considérer quelles classes d'actifs sont les plus adaptées à un fonds semi-liquide et comment une allocation dans ce type de véhicule peut supporter leur stratégie d'investissement. Selon nous, la dette privée est une classe d'actifs idéale pour les véhicules semi-liquides, car elle présente plusieurs des caractéristiques essentielles de liquidité, de diversification et de valorisation qui confèrent à ces structures une plus grande durabilité sans sacrifier les avantages d'une exposition aux marchés privés.

⁴ PitchBook. 2029 Private Markets Horizons report. Au 31 décembre 2024.

Considérations sur les risques

Les investissements alternatifs sont de nature spéculative et comportent un degré de risque élevé. Les investisseurs peuvent perdre la totalité ou une partie substantielle de leur investissement. Les instruments alternatifs s'adressent uniquement aux investisseurs à long terme qui acceptent de renoncer à la liquidité et d'exposer leur capital au risque pour une période indéfinie. Les investissements alternatifs sont généralement très peu liquides – il n'existe pas de marché secondaire pour les fonds privés et il peut y avoir des restrictions sur les rachats, les cessions ou autres transferts d'investissement dans des fonds privés. Les fonds d'investissement alternatifs ont souvent recours à l'effet de levier et à d'autres pratiques spéculatives qui peuvent accroître la volatilité et le risque de perte. Les investissements alternatifs sont généralement assortis de frais plus élevés que les autres véhicules d'investissement, et ces frais réduisent la performance obtenue par les investisseurs.

Dans le cours normal de ses activités, Morgan Stanley exerce un large éventail d'activités comprenant, entre autres, le conseil financier, les services de banque d'investissement, la gestion d'actifs et le parrainage et la gestion de fonds d'investissement privés. Dans le cadre de ces activités, les intérêts de Morgan Stanley peuvent entrer en conflit avec ceux de ses clients.

Les fonds d'investissement alternatifs sont peu réglementés, ne sont pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les fonds communs de placement et ne sont pas tenus de fournir aux investisseurs des informations périodiques concernant les prix ou les valorisations. Les stratégies d'investissement décrites dans les pages précédentes peuvent ne pas convenir à votre situation personnelle. Par conséquent, nous vous recommandons de consulter vos propres conseillers fiscaux, juridiques ou autres, tant en amont de tout investissement que de manière régulière, afin de déterminer si c'est le cas ou non. Aucune décision d'investissement ne doit être prise sans avoir tenu compte des risques encourus et sans que vos conseillers fiscaux, comptables, juridiques ou autres, selon ce que vous jugerez pertinent, n'aient été consultés.

La gamme exhaustive de services offerts par Morgan Stanley couvre un large éventail de services financiers, dont le négoce et le courtage de titres, la banque d'investissement, la recherche et l'analyse, le financement et le conseil financier. Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

AVIS IMPORTANT

Les opinions et les points de vue et/ou les analyses exprimés sont ceux de l'auteur ou de l'équipe de gestion à la date de publication ; ils peuvent être modifiés à tout instant, sans préavis, au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, et ne pas se concrétiser. En outre, les opinions ne seront pas mises à jour ou corrigées dans le but de refléter les informations publiées a posteriori, des situations existantes ou des changements se produisant après la date de publication. Les opinions exprimées ne reflètent pas les opinions de tous les gérants de portefeuille de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) et ses filiales et sociétés affiliées (collectivement désignées par « la Société »). Elles peuvent ne pas être prises en compte dans toutes les stratégies et les produits proposés par la société.

Les prévisions et/ou estimations fournies dans le présent document sont susceptibles de changer et pourraient ne pas se matérialiser. Les informations concernant les performances attendues et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs ou de l'équipe de gestion. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire la performance future d'une stratégie ou d'un produit proposé par la Société. Les résultats futurs peuvent considérablement varier en fonction de facteurs tels que l'évolution des marchés des valeurs mobilières, des marchés financiers, ou des conditions économiques générales.

Ce document a été préparé sur la base d'informations publiques, de données élaborées en interne et d'autres sources externes jugées fiables. Toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à la fiabilité de ces informations et la Société n'a pas cherché à vérifier en toute indépendance les informations provenant de sources publiques et externes.

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas partielle et toute l'information qu'il contient a été préparée uniquement à des fins d'information et de formation, et ne constitue pas une offre, ni une recommandation d'achat ou de vente d'un titre en particulier, ni d'adoption d'une stratégie d'investissement particulière. Les informations contenues dans le présent document ne s'appuient pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

Tout graphique ou diagramme fourni dans le présent document l'est uniquement à titre d'illustration. Toute performance citée représente la performance passée. **Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.**

Les indices ne sont pas gérés et ne comprennent ni frais, ni droits, ni commissions de vente. Il n'est pas possible d'investir directement dans un

indice. Tout indice mentionné dans le présent document est la propriété intellectuelle du fournisseur concerné (y compris les marques déposées).

Les produits reposant sur des indices ne sont pas sponsorisés, approuvés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

Ce document n'est pas un produit du département de recherche de Morgan Stanley et ne doit pas être considéré comme un document ou une recommandation de recherche.

La Société n'a pas autorisé les intermédiaires financiers à utiliser ni à distribuer le présent document, à moins que cette utilisation et cette distribution ne soient effectuées conformément à la législation et à la réglementation en vigueur. De plus, les intermédiaires financiers sont tenus de s'assurer que les informations contenues dans ce document soient adaptées aux personnes à qui ils le fournissent en considération de leur situation et de leurs objectifs. La société ne peut être tenue responsable et rejette toute responsabilité en cas d'utilisation abusive de ce document par tout intermédiaire financier.

Ce document peut être traduit dans d'autres langues. En cas de traduction, seule la version anglaise fait foi. S'il y a des divergences entre la version anglaise et une version de ce document dans une autre langue, seule la version anglaise fait foi.

Il est interdit de reproduire, copier, modifier, utiliser pour créer un document dérivé, interpréter, afficher, publier, poster, mettre sous licence, intégrer, distribuer ou transmettre tout ou une partie de ce document, directement ou indirectement, ou de divulguer son contenu à des tiers sans le consentement écrit explicite la Société. Il est interdit d'établir un hyperlien vers ce document, à moins que cet hyperlien ne soit destiné à un usage personnel et non commercial. Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par les droits d'auteur, et par toute autre loi applicable.

Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

DISTRIBUTION

Ce document s'adresse et ne doit être distribué exclusivement qu'aux personnes résidant dans des pays ou territoires dans lesquels une telle distribution ou mise à disposition n'est pas contraire aux lois et réglementations locales en vigueur.

MSIM, la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley (NYSE : MS) et ses sociétés affiliées ont passé des accords pour commercialiser leurs produits et services respectifs. Chaque société affiliée de MSIM est réglementée de manière appropriée dans la juridiction où elle opère. Les sociétés affiliées à MSIM sont : Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC, Parametric SAS et Atlanta Capital Management LLC.

Ce document a été publié par une ou plusieurs des entités suivantes :

EMEA

Ce document s'adresse aux clients professionnels/investisseurs accrédités uniquement.

Au sein de l'UE, les documents de MSIM sont publiés par MSIM Fund Management (Ireland) Limited (« FMIL »). FMIL est une société privée à responsabilité limitée par actions immatriculée en Irlande sous le numéro 616661 et réglementée par la Banque Centrale d'Irlande.

Son siège social est situé à l'adresse 24-26 City Quay, Dublin 2, DO2 NY19, Irlande.

En dehors de l'UE, les documents de MSIM sont publiés par Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), une société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

En Suisse, les documents de MSIM sont publiés par Morgan Stanley & Co. International plc, Londres, succursale de Zurich, une société agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse.

Italie : MSIM FMIL (succursale de Milan), (Sede Secondaria di Milano), Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milan, Italie. **Pays-Bas :** MSIM FMIL (succursale d'Amsterdam), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Pays-Bas. **France :** MSIM FMIL (succursale de Paris), 61, rue de Monceau, 75008 Paris, France. **Espagne :** MSIM FMIL (succursale de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Espagne. **Allemagne :** MSIM FMIL succursale de Francfort, Große Gallusstraße 18, 60312 Francfort, Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Danemark :** MSIM FMIL (succursale de Copenhague), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Danemark.

MOYEN-ORIENT

Dubai International Financial Centre : Ces informations ne constituent pas une offre d'émission ou de vente, ni une sollicitation d'offre de souscription ou d'achat de titres ou de produits d'investissement dans les Émirats arabes unis (y compris le Dubai International Financial Centre et l'Abu Dhabi Global Market), et ne doivent donc pas être interprétées comme telles. En outre, ces informations sont mises à disposition à condition que le destinataire reconnaisse et comprenne que les entités et les titres auxquels elles peuvent se rapporter n'ont pas été approuvés, autorisés ou enregistrés auprès de la Banque centrale des EAU, de la Dubai Financial Services Authority, de la UAE Securities and Commodities Authority, de la Financial Services Regulatory Authority ou de toute autre autorité de licence ou agence gouvernementale compétente aux EAU. Le contenu de ce rapport n'a pas été approuvé par la Banque centrale des Émirats arabes unis, la Dubai Financial Services Authority, la UAE Securities and Commodities Authority ou la Financial Services Regulatory Authority et celui-ci n'a pas été déposé auprès de ces organismes. Abu Dhabi Global Market (« ADGM ») : Ce document est envoyé strictement dans le cadre d'une communication exonérée et constitue une communication exonérée. Ce document porte sur (stratégie) qui n'est soumis à aucune forme de réglementation ou d'approbation de la part de la Financial Services Regulatory Authority du Abu Dhabi Global Market (la « FSRA »).

ARABIE SAOUDITE:

Le présent document de promotion financière a été émis et approuvé pour utilisation en Arabie Saoudite par Morgan Stanley Saudi Arabia, Al Rashid Tower, Kings Sand Street, Riyadh, Arabie Saoudite laquelle est autorisée

et réglementée par la Capital Market Authority (Autorité du marché des capitaux) sous le numéro de licence 06044-37.

ÉTATS-UNIS

NON ASSURÉ PAR LA FDIC. ABSENCE DE GARANTIE BANCAIRE. POSSIBLE PERTE DE VALEUR. NON ASSURÉ PAR DES AGENCES DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL. NE CONSTITUE PAS UN DÉPÔT.

AMÉRIQUE LATINE (BRÉSIL, CHILI, COLOMBIE, MEXIQUE, PÉROU ET URUGUAY)

Ce document est destiné à être utilisé uniquement par un investisseur institutionnel ou un investisseur qualifié. Toutes les informations contenues dans ce document sont confidentielles et destinées à l'usage et à l'examen exclusifs de son destinataire visé et ne sauraient être transmises à un tiers. Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre publique, une sollicitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'un(e) quelconque produit, service, instrument financier et/ou stratégie. La décision d'investir ne doit être prise qu'après avoir lu la documentation sur la stratégie et mené une due diligence approfondie et indépendante.

ASIE-PACIFIQUE

Hong Kong : Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été ni revu ni approuvé par une autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoit des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour :** Ce document est diffusé par Morgan Stanley Investment Management Company, numéro d'enregistrement 199002743C. Ce document ne peut être transmis ou diffusé, directement ou indirectement, à des personnes à Singapour autres que (i) des investisseurs accrédités (ii) des investisseurs institutionnels tels que définis dans la section 4A de la loi Securities and Futures Act, chapitre 289 de Singapour (« SFA ») ; ou (iii) autrement, en vertu et conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Cette publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie :** Ce document est publié par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL No. 314182 et ses affiliés et ne constitue pas une invitation à investir. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited donne les moyens aux filiales de MSIM de fournir des services financiers à la clientèle institutionnelle (« wholesale ») en Australie. Ce document ne sera pas déposé auprès de l'Australian Securities and Investments Commission.

JAPON

Le présent document ne doit pas être transféré ou distribué, directement ou indirectement, à des personnes au Japon autres que (i) les investisseurs professionnels tels que définis dans l'Article 2 de la loi Financial Instruments and Exchange Act (« FIEA ») ou (ii) les personnes concernées par toute autre disposition applicable de la loi FIEA et conformément aux conditions de celle-ci. Ce document est diffusé au Japon par Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd., enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), et membre de : la Japan Securities Dealers Association, la Investment Trusts Association - Japon, la Japan Investment Advisers Association et la Type II Financial Instruments Firms Association.