

Gestion du rendement : Pourquoi (certains) portefeuilles de titres perpétuels affichent des rendements supérieurs?

Tanya Lee, CIM et Pauline Yan, CFA

Gestion d'actifs Scotia – Portefeuilles institutionnels

Gestion d'actifs 1832

Cet article propose un aperçu de l'approche adoptée par les organismes de bienfaisance et les fondations à l'égard de leur portefeuille de placement. Nous examinerons plus particulièrement de quelle façon les plus grandes institutions – celles qui font partie de l'élite – surclassent celles de plus petite envergure. Par ailleurs, nous prouverons au moyen d'une évidence empirique que le rendement supérieur est directement lié à la politique de placement. Enfin, nous traiterons de l'importance de la répartition de l'actif et analyserons si le recours à des placements non traditionnels dans le cadre de la répartition stratégique de l'actif pourrait aussi avoir une incidence sur le rendement du portefeuille.

Mes quelque dix années d'expérience en gestion de portefeuilles institutionnels m'ont permis de rencontrer de nombreux clients – et de constater que chacun est très différent. Or, peu importe la taille de l'organisme, l'une des premières choses que je cherche toujours à savoir lorsque je rencontre un nouveau client est s'il possède un énoncé de politique de placement. Habituellement, lorsqu'il s'agit d'un organisme de bienfaisance, on me répond par l'affirmative. Malheureusement, leur énoncé est bien souvent dépassé. Il n'a pas été revu depuis nombre d'années et il ne reflète plus les objectifs du conseil.

Lorsque nous entreprenons d'examiner leur énoncé de politique de placement, de même que la répartition de l'actif, les catégories d'actifs et les contraintes en matière de placement, les clients actuels ou potentiels finissent toujours par me demander ce que font les autres organismes de bienfaisance. Au fil des ans, j'ai tenté de répondre à cette question et j'en suis venu à la conclusion que l'information et les ressources à ce sujet sont plutôt limitées. Il n'existe aucun organisme centralisé ayant pour mandat d'examiner les pratiques des organismes de bienfaisance et des fondations en matière de placement et de rendre public les résultats de ses observations.

Cet article propose un aperçu de l'approche adoptée par les organismes de bienfaisance et les fondations à l'égard de leur portefeuille de placement. Nous examinerons plus particulièrement de quelle façon les plus grandes institutions – celles qui font partie de l'élite – surclassent celles de plus petite envergure. Par ailleurs, nous prouverons au moyen d'une évidence empirique que le

rendement supérieur est directement lié à la politique de placement. Enfin, nous traiterons de l'importance de la répartition de l'actif et analyserons si le recours à des placements non traditionnels dans le cadre de la répartition stratégique de l'actif pourrait aussi avoir une incidence sur le rendement du portefeuille. Cet article ne doit pas être interprété comme une procédure standard sur la façon de structurer le portefeuille de placement d'une fondation. Nous espérons qu'il servira de guide afin d'encadrer les discussions relatives aux placements entre le conseil et votre gestionnaire de portefeuille.

Rendement

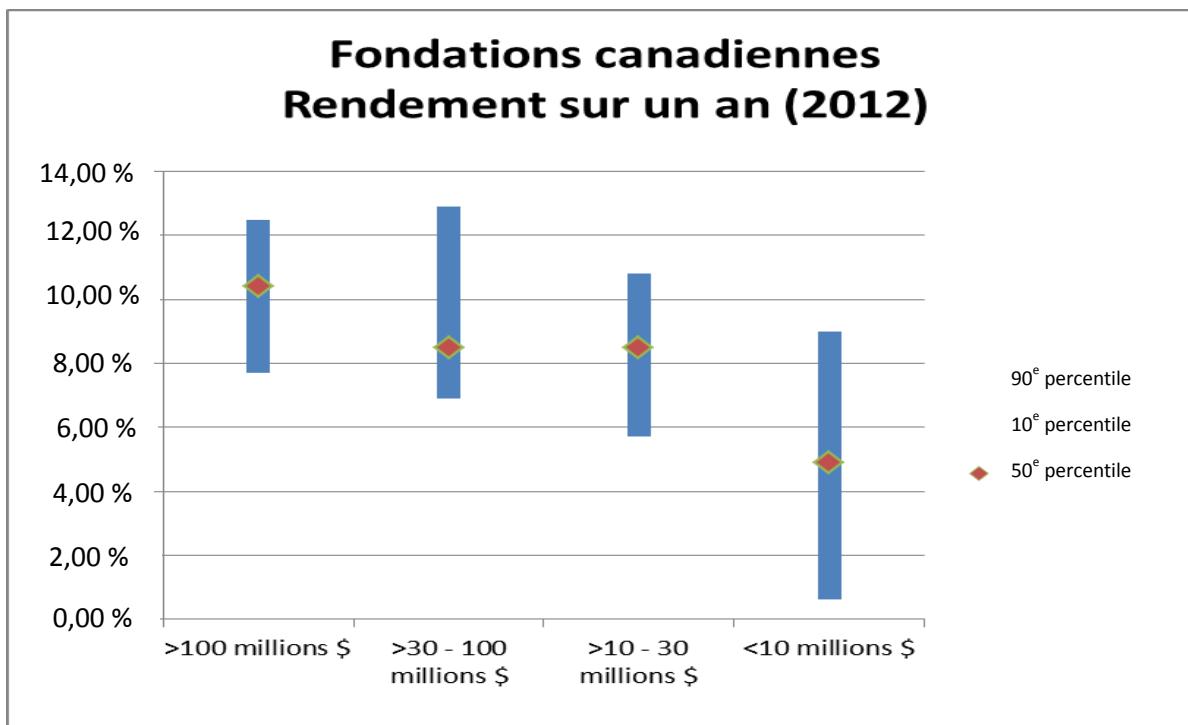
Les portefeuilles de placement des organismes de bienfaisance et des fondations sont souvent d'une importance capitale pour les finances de l'institution, et le rendement de ces placements pourrait avoir une incidence importante sur la politique de dépenses. La majorité des répondants à un sondage de l'Association canadienne du personnel administratif universitaire ont établi un lien entre le rendement de leur fonds de dotation et leur politique de dépenses¹. Un autre sondage publié récemment dans une Enquête sectorielle d'Imagine Canada a révélé que près de 40 pour cent des organismes de bienfaisance craignent d'avoir de la difficulté à couvrir leurs dépenses au cours des 4 à 16 prochains mois², ce qui souligne l'importance du portefeuille de placement sur la capacité de l'organisme à remplir sa mission caritative.

Aussi importante soit-elle, il n'y a que très peu d'information disponible sur le rendement des fondations, comme nous l'avons mentionné précédemment. Depuis la crise de 2008, de nombreuses institutions ont remis en question leur stratégie de placement, et celles-ci peuvent se demander comment leurs résultats se comparent à ceux de leurs pairs ou si elles sont sur la bonne voie. Nous avons tous entendu parler des rendements enviables réalisés par les fondations des grandes universités. Or, ces rumeurs sont-elles véridiques? Comment ces institutions peuvent-elles atteindre des rendements supérieurs?

L'illustration ci-dessous présente le rendement sur un an des fonds de dotation canadiens ayant répondu au sondage, selon leur actif sous gestion, pour l'année civile terminée le 31 décembre 2012.

Bien qu'il ne s'agisse pas d'un indicateur absolu, il semble, d'un point de vue empirique, qu'au Canada les plus grandes institutions affichent des résultats supérieurs à ceux des petites et moyennes institutions. Cette constatation a été corroborée dans une étude publiée récemment par le Financial Analyst Journal, laquelle indiquait que parmi les fondations américaines, les institutions d'élite obtiennent des rendements supérieurs et ce, de façon continue³.

Illustration 1



(Source: Association canadienne du personnel administratif universitaire, Sondage sur les fondations 2012)

L'illustration ci-dessus indique également que les rendements dégagés par les plus petites fondations fluctuent davantage que ceux de tous les autres groupes. Peut-être s'agit-il d'une anomalie pour la période visée, du reflet de la volatilité des catégories d'actifs sous-jacents ou encore d'un effet secondaire des écarts entre les normes régissant les énoncés de politique de placement.

Importance de l'énoncé de politique

Les comités de placements des fondations et des fonds de dotation assument bien souvent un grand nombre de responsabilités et ont de nombreux sujets à l'ordre du jour de leurs réunions. Le portefeuille de placement n'en est qu'un parmi tant d'autres. Un récent sondage portant sur les fonds de dotation des universités canadiennes a démontré que les fonds les plus importants, ceux ayant plus de cent millions d'actif sous gestion, affectent en moyenne deux employés à temps plein à la gestion de leurs placements. Peu de fonds de dotation peuvent se permettre de telles ressources, et les fondations confient souvent la gestion de leur portefeuille à des gestionnaires de placement. Un comité de placements a habituellement pour mandat de superviser le portefeuille, et la gestion quotidienne des fonds est confiée à un gestionnaire de portefeuille. L'énoncé de politique de placement devient alors beaucoup plus qu'une simple formalité. Il s'agit de directives claires à l'intention du gestionnaire sur la façon de gérer les fonds. Du même coup, il devient pour la fondation un outil précieux permettant d'assurer que les objectifs à long terme seront atteints et d'établir des politiques et des lignes directrices relativement à la supervision du gestionnaire de portefeuille et à la gestion des risques. Un

énoncé de politique de placement bien fait énoncera clairement les objectifs du portefeuille ainsi que les paramètres de risque à observer en vue de les atteindre.

L'énoncé de politique de placement est comme une feuille de route conçue pour amener le portefeuille de placement du point A au point B. Comme pour tout itinéraire, elle doit comprendre des caractéristiques particulières, dont un énoncé formel de l'objectif de placement, les exigences de liquidité, la tolérance à l'égard du risque, une stratégie de répartition de l'actif avec des mesures de performance des placements et une stratégie pour le rééquilibrage du portefeuille. Bien que de nombreux organismes de bienfaisance et fondations possèdent un tel plan, leur façon de tracer la voie demeure nébuleuse. Le sondage portant sur les fonds de dotation des universités canadiennes susmentionné a révélé que même si la majorité des répondants (entre 89 % et 100 %) ont inscrit leur objectif de placement dans leur énoncé de politique de placement, seulement 77 % des fondations ayant un actif sous gestion de moins de 10 millions de dollars ont établi une stratégie formelle de répartition de l'actif. Les institutions de ce groupe sont aussi les moins susceptibles d'avoir inclus des mesures de rendement dans leur énoncé de politique de placement (33,3 %). Par ailleurs, l'énoncé de politique de placement des fondations ayant un actif sous gestion supérieur à 100 millions de dollars comportait une stratégie formelle de répartition de l'actif (100 %) et des mesures de rendement définies (95,8 %). Ces dernières étaient aussi les plus susceptibles d'avoir établi une stratégie de rééquilibrage de leur portefeuille (79,2 %), comparativement aux fondations ayant un actif sous gestion de moins de 10 millions de dollars (11,1 %). À la lumière de ces statistiques, on pourrait conclure que les plus grandes fondations obtiennent de meilleurs résultats car elles disposent d'un plan bien établi et de balises pour mesurer leur progrès.

Un bon énoncé de politique de placement devrait inclure (au moins) les éléments suivants :

- Une présentation de l'organisme de bienfaisance ou de la fondation, incluant un bref historique, son énoncé de mission ou ses objectifs.
- Horizon de placement du portefeuille. Le fonds a-t-il un caractère perpétuel?
- Besoins en liquidités, prévisions de trésorerie annuelles. Certains actifs sont-ils affectés aux affaires courantes?
- Flux de trésorerie. L'organisme fera-t-il des contributions périodiques au fonds? Un versement annuel est-il envisagé?
- Quels sont les objectifs de rendement fixés par le conseil? Un rendement cible a-t-il été établi? Et sur quelle période?
- Quelle est la tolérance du conseil à l'égard du risque? Dans quelle mesure des fluctuations peuvent-elles être tolérées?
- Quelles sont les cibles et les fourchettes établies pour la répartition de l'actif, incluant les mesures de rendement du portefeuille?
- Liste des placements permis et prohibés. Restrictions qualitatives et quantitatives.

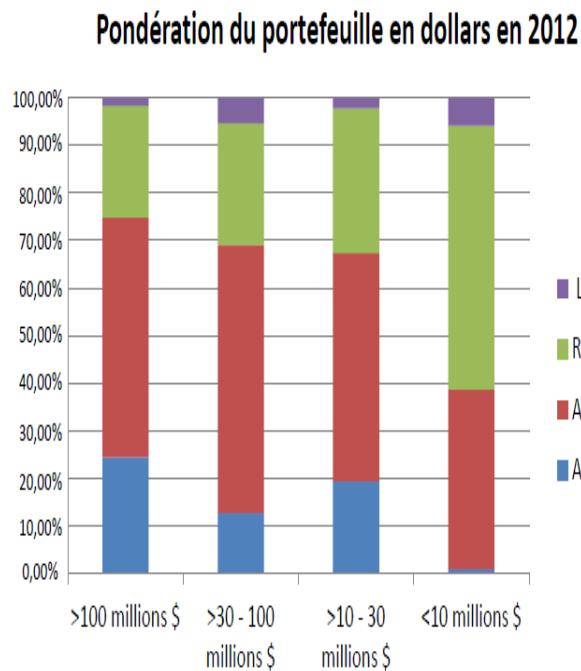
Importance de la répartition de l'actif

Non seulement l'énoncé de politique de placement est-il un bon outil de surveillance, mais il joue aussi un rôle prépondérant dans la constitution d'un portefeuille et dans la réalisation des objectifs à long terme d'une fondation. Il a été démontré que lorsque l'on compare différents portefeuilles sur une période de 10 ans, 91,5 % de la fluctuation des rendements trimestriels est attribuable à la répartition de l'actif établie dans l'énoncé de politique de placement. Puisque la gestion active de la répartition de l'actif appliquée par le conseiller en placement est fondée sur la pondération de référence, il va sans dire que la stratégie de gestion active dépend de l'intégrité de la politique de placement. Ensemble, la politique de répartition de l'actif et la gestion active de la répartition de l'actif représentent 93,3 % de la variance du rendement des portefeuilles⁴.

Si nous souhaitons obtenir un rendement optimal compte tenu des paramètres de risque établis pour le portefeuille, la répartition de l'actif sera sans aucun doute le principal facteur déterminant. Alors que les grandes fondations se tournent vers des consultants et des gestionnaires de portefeuille de haut niveau, les fondations de moindre envergure pourraient aussi être en mesure de bonifier le rendement de leur portefeuille en révisant leur politique de placement.

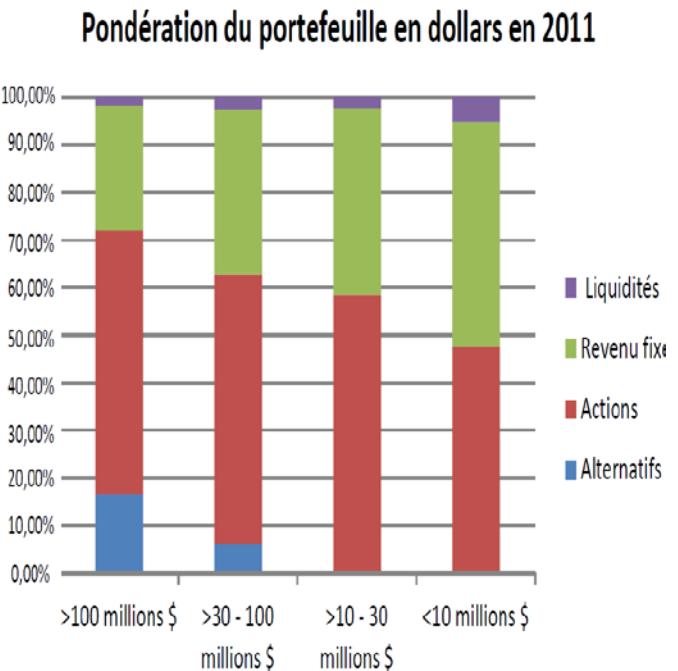
En examinant les institutions canadiennes de plus près, nous constatons des différences dans la façon dont les organismes investissent leurs avoirs. Les données disponibles sur la composition du portefeuille de ces fondations révèlent que les plus grandes institutions investissent davantage dans les actions et autres placements alternatifs. De plus, ces dernières consacrent une moins grande part de leur portefeuille au placement dans les titres à revenu fixe et les quasi-liquidités. La pondération accrue en actions et en placements alternatifs démontre que les plus grandes institutions ont une meilleure tolérance à l'égard du risque. Cela est peut-être attribuable au fait qu'elles emploient du personnel à temps plein pour s'occuper de leur portefeuille de placement. Ou bien, comme ces organisations comptent sur diverses sources de revenu, elles dépendent moins des revenus tirés de leur portefeuille (que généreraient des obligations) pour financer leurs opérations ou leurs versements. Pour les plus petites institutions, la tendance à privilégier les obligations pourrait s'expliquer par le sentiment de prudence qu'elles inspirent, le flux de revenu tiré des coupons et leurs rendements historiques attrayants. Cette répartition de l'actif peut toutefois se révéler désavantageuse dans un contexte où les taux d'intérêt restent très bas ou évoluent à la hausse.

Illustration 2



(Source : Association canadienne du personnel administratif universitaire, Sondage sur les fondations 2012)

Illustration 3



(Source : Association canadienne du personnel administratif universitaire, Sondage sur les fondations 2011)

Nous connaissons tous le dicton «qui ne risque rien n'a rien». Lorsqu'il est question de placements, cela implique que l'on ne peut obtenir des rendements supérieurs sans accepter de prendre des risques, et par conséquent d'accepter qu'un titre affiche un rendement inférieur à la moyenne. Pour de nombreux investisseurs, les placements alternatifs constituent l'une des classes d'actifs les plus risquées – susceptibles d'afficher des fluctuations bien plus inquiétantes que les obligations ou les titres du marché monétaire. D'un point de vue théorique, ceux-ci n'ont pas tort. Le rendement des placements alternatifs peut s'avérer beaucoup plus volatil. Dans les années favorables, ceux-ci peuvent surclasser les actions. Mais ils peuvent par la suite inscrire des pertes dans les deux chiffres. Évidemment, cela n'a rien de rassurant pour un investisseur. Toutefois, si nous examinons ces placements dans le cadre d'un portefeuille global, une toute autre image s'offre à nous.

Dans le cadre de l'étude publiée dans le *Financial Analyst Journal*, les auteurs ont pu constater que les placements des institutions d'élite ont dégagé des rendements supérieurs et que cette performance était presque entièrement attribuable à la pondération relativement élevée du portefeuille en placements alternatifs (comparativement aux plus petits portefeuilles)⁵. Même si l'étude ne portait pas sur les stratégies utilisées avec les placements alternatifs, il a été possible de constater que les stratégies recourant aux placements alternatifs produisent un alpha positif (c.-à-d. un rendement positif après le rajustement relatif du risque). Si l'on considère que les placements alternatifs affichent historiquement une corrélation négative par rapport aux catégories d'actifs traditionnelles, comme les actions et les obligations (c.-à-d. que leurs cours évoluent dans des directions opposées), on découvre toute la valeur des placements alternatifs. Ces facteurs pourraient aussi expliquer la tendance à consacrer une plus grande part de son portefeuille aux placements alternatifs observée entre 2011 et 2012, comme le démontrent les illustrations 2 et 3. Bien que cet article ne suggère pas que tous les placements alternatifs

produiront un alpha positif ou des résultats supérieurs, les conclusions démontrent la nécessité de poursuivre les discussions sur le coefficient de risque-rendement de ces placements et la pertinence de les inclure dans son portefeuille.

Passer à l'action

Le rendement d'un portefeuille de placement peut être favorable ou défavorable à un organisme, faire toute la différence entre la protection de son capital ou l'érosion de son capital au fil du temps. En examinant les rendements relatifs dégagés par les institutions d'élite (illustration 1), nous constatons des écarts de rendement importants par rapport aux fondations de moindre envergure. Comme nous l'avons mentionné, il s'agit peut-être d'une anomalie pour la période visée, du reflet de la volatilité des catégories d'actifs sous-jacents ou encore d'un effet secondaire des écarts entre les normes régissant les énoncés de politique de placement. De fait, c'est l'énoncé de politique de placement qui fait toute la différence, et les institutions de moindre envergure devraient en prendre bonne note. Adopter un plan stratégique est le facteur le plus important quant aux succès à long terme du portefeuille de placement. Ce plan, ou cette feuille de route, tracera la voie vers l'atteinte de vos objectifs, tout en vous fournissant des points de repère pour mesurer vos progrès. Tout comme la plupart des plans, l'énoncé de politique de placement doit être mis à jour périodiquement. Un examen annuel de l'énoncé de politique de placement par le comité de placements ou le conseil d'administration avec le gestionnaire de placement permettra d'assurer que l'énoncé reflète toujours adéquatement la philosophie et les pratiques de l'organisme de bienfaisance en matière de placement.

La répartition stratégique de l'actif est le deuxième facteur en importance quant au rendement d'un portefeuille. Les institutions de moindre envergure auraient avantage à discuter de la répartition de leurs actifs avec leur gestionnaire de placement, afin de déterminer si l'énoncé de politique de placement reflète adéquatement la tolérance à l'égard du risque et les objectifs de rendement de l'organisme et d'évaluer la pertinence d'inclure des placements alternatifs dans le portefeuille. De telles conversations sur le rapport risque-rendement de ces placements et la possibilité d'y recourir renforce le processus de supervision. Du même coup, il serait avisé d'établir des balises formelles quant à la répartition cible pour chaque catégorie d'actif du portefeuille. Enfin, en définissant des points de référence, l'institution se dotera d'outils de mesure du rendement et sera en mesure de fournir au gestionnaire de placement des lignes directrices quant aux résultats attendus.

Alors qu'il n'existe aucun organisme centralisé ayant pour mandat d'examiner les pratiques des organismes de bienfaisance et des fondations en matière de placement et de rendre public les résultats de ses observations, nous avons réuni un groupe d'experts pour discuter de cette question lors d'une webdiffusion présentée (en anglais seulement) le 27 novembre. Vous aurez ainsi l'occasion, en votre qualité d'organisme de bienfaisance ou de fondation, de savoir plus sur ce que font vos pairs à l'égard de leur portefeuille de placement et de poser vos questions à nos spécialistes des placements. Ne manquez pas de vous inscrire pour participer à cette discussion animée!

¹ University Investment Survey, Treasury and Investment Committee, Association canadienne du personnel administratif universitaire, Mai 2013.

² Enquête sectorielle. Lasby, David, Barr, Cathy. *Imagine Canada* Vol. 3, No. 2, 2013.

³ Do (Some) University Endowments Earn Alpha? Barber, Brad M., Wang, Guojun, *Financial Analyst Journal* Volume 69, Numéro 5, Septembre/Octobre 2013.

⁴ Determinants of Portfolio Performance II: An Update, Brinson, Gary P., Singer, Brian D., Beebower, Gilbert L., *Financial Analyst Journal*, Mai/Juin 1991.

⁵ Do (Some) University Endowments Earn Alpha? Barber, Brad M., Wang, Guojun, *Financial Analyst Journal* Volume 69, Numéro 5, Septembre/Octobre 2013.

^{MC} Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse, utilisée sous licence.

© 2013, Gestion d'actifs 1832 S.E.C. Tous droits réservés.

Gestion d'actifs Scotia - Portefeuilles institutionnels est une division de Gestion d'actifs 1832 S.E.C.

DÉCLARATIONS IMPORTANTES

Ce document ne doit pas être redistribué. Il est fourni uniquement à titre d'information et aucune autre personne ne peut l'utiliser ou se fonder sur son contenu. Dans la mesure où il contient des renseignements provenant de tiers, ces derniers sont jugés exacts et fiables, mais Gestion d'actifs 1832 S.E.C. ne les garantit pas comme tels. Ce document n'a pas pour but de fournir des conseils de placement. Les investisseurs qui prévoient mettre en œuvre une stratégie devraient s'adresser à leur propre conseiller professionnel pour obtenir des conseils de placement adaptés à leurs besoins. Ainsi, il sera tenu compte de leur situation et les décisions seront prises d'après l'information la plus récente. Les renseignements fournis dans ce document, notamment sur les taux d'intérêt, les conditions des marchés, les règles fiscales et d'autres aspects des placements, peuvent être modifiés sans préavis. Aucune disposition de ce document ne constitue une promesse ou une déclaration quant à l'avenir.

Ce rapport peut contenir des énoncés prospectifs. Ces énoncés sont de nature prédictive et dépendent d'événements ou de situations futurs, ou y renvoient. Par ailleurs, toute déclaration sur le rendement futur, les stratégies, les perspectives, les plans d'action ou les projets constitue également un énoncé prospectif. Les énoncés prospectifs comportent des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient faire en sorte que les résultats, le rendement, les événements, les activités et les réalisations réels diffèrent sensiblement de ceux décrits explicitement ou implicitement par ces énoncés. Ces facteurs comprennent entre autres : l'économie générale, la situation politique, la conjoncture du marché ainsi que les taux d'intérêt et les taux de change, une instance réglementaire ou judiciaire, un changement technologique ou des catastrophes. Le lecteur doit peser avec soin ces facteurs ou d'autres avant de prendre une décision en matière de placement et de s'appuyer sur ces énoncés prospectifs.