

DES OPTIONS À LA SUITE DE LA TERMINAISON D'UN GESTIONNAIRE

Par Eric Bolduc

Vice President, Vice President, ventes institutionnelles et après-vente

*« Il faut savoir quitter la table
Lorsque l'amour est desservi
Sans s'accrocher l'air pitoyable
Mais partir sans faire de bruit »*

Il faut savoir
- Charles Aznavour

Un investisseur institutionnel est parfois confronté à des décisions difficiles à prendre lorsque vient le temps de se départir d'un gestionnaire de placement. Parfois, le gestionnaire lui-même n'est pas en cause. Les changements de la répartition stratégique d'actifs ou de la structure (passage des actions mondiales aux actions EAEO/américaines) se soldent par des gagnants et des perdants. Il arrive aussi que le promoteur d'un régime perde confiance dans un gestionnaire à cause d'un manquement à un ou plus des 4P de la recherche de gestionnaires de placements : Personnes, Performance, Processus et Philosophie. Une rupture est toujours difficile...

Bien que difficile, le processus de terminaison d'un gestionnaire soulève des questions importantes pour le promoteur du régime. Doit-il rompre rapidement ou garder le gestionnaire en attendant la nomination d'un remplaçant? Combien de temps cela prendra-t-il? Quels sont les risques d'une intervention vs. d'une non-intervention?

Ces questions ne devraient pas susciter d'angoisses inutiles pour le promoteur du régime. Diverses options s'offrent à lui, mais une évaluation des risques devrait mener à une conclusion satisfaisante.

Une évaluation des risques est un exercice simple qui pondère les risques clés d'une modification du portefeuille.

Nous avons travaillé avec plusieurs clients pour évaluer les risques lorsqu'ils décident de recourir à une solution temporaire pour faire le lien entre le gestionnaire sortant et le nouveau. Pour prendre leur décision, nous avons invités les clients à répondre aux questions suivantes.

Quelle est la nature du changement?

Répartition des actifs ou changement structurel

Lorsque la principale raison du remplacement d'un gestionnaire est un changement de répartition d'actifs ou un changement structurel, l'urgence est moins grande. Mais même dans ce cas, il est important de déterminer s'il existe un indice utilisable pour la nouvelle catégorie d'actifs ou structure. Par exemple, si la catégorie d'actifs est remplacée par celle des marchés émergents, il existe des solutions bêta pour obtenir une exposition immédiate. Cependant, pour une catégorie d'actifs alternatifs, comme les infrastructures ou l'immobilier direct, il n'y a pas d'investissements négociables correspondant aux caractéristiques de placement souhaitées.

Manquement à un des 4P de la recherche de gestionnaires de placements

Lorsque le principal motif du départ d'un gestionnaire est lié à un des 4P, l'urgence du changement augmente. Trois des quatre "P" sont abordés ci-dessous.

Personnes et processus - S'il s'est produit un bouleversement dans l'équipe de gestion de portefeuille,

par exemple le départ d'un membre clé de la société, une suspension immédiate s'impose. Pour les promoteurs de régimes qui ont investi dans des catégories d'actifs négociables, une solution bêta peut être envisagée à titre intérimaire.

Performance - Sans nécessiter une rupture immédiate, la mauvaise performance peut être la raison de cessation d'une relation. Le promoteur du régime devrait évaluer la probabilité d'une performance continuellement inférieure à celle l'indice. Une analyse historique du rendement trimestriel du gestionnaire pourrait faire ressortir la possibilité d'une mauvaise performance future. Le tableau ci-dessous présente un exemple d'une telle analyse historique du rendement.

Risque d'insuffisance de rendement d'une gestion active

	Depuis la création	10 dernières années	4 dernières années	Dernière année
Pourcentage de trimestres au rendement supérieur	57.8%	52.5%	31.3%	0.0%
Pourcentage de trimestres au rendement inférieur	42.2%	47.5%	68.7%	100.0%
Rendement excédentaire positif moyen	3.33%	2.09%	0.99%	-
Rendement excédentaire négatif moyen	-1.82%	-1.42%	-1.56%	-2.31%
Rendement excédentaire trimestriel maximum	17.89%	8.17%	1.50%	-1.23%
Rendement excédentaire trimestriel minimum	-9.88%	-5.15%	-5.15%	-5.15%

Source: MGR-IQ, base de données de gestionnaires de placement de Pavilion Groupe Conseils

La performance passée n'est d'aucune manière indicatrice des rendements futurs, mais si une mauvaise performance trimestrielle devient plus fréquente, cela peut justifier la prévision d'autres contre-performances à court terme.

Combien de temps faudra-t-il pour sélectionner les nouveaux placements?

La plupart des investisseurs institutionnels suivent un processus de sélection de gestionnaires qui comprend une recherche approfondie, un contrôle préalable et, enfin, la signature d'un contrat avec le nouveau gestionnaire de placement. Ensemble, ces étapes s'étalent souvent sur plusieurs mois. Dans certains cas, les investisseurs institutionnels utilisent un processus abrégé qui écourte ce processus.

La fréquence des réunions de prise de décision détermine aussi combien de temps prendra le processus de recherche d'un gestionnaire.

Selon la durée du processus, les régimes peuvent être exposés à un risque de coût d'opportunité tant qu'ils ne bénéficient pas de la nouvelle répartition ou qu'ils maintiennent l'investissement chez un gestionnaire non performant.

Quelle est votre tolérance d'une erreur de suivi de l'indice de référence à court terme et d'une contre-performance?

Cette question peut sembler bizarre, puisque le promoteur de régime a embauché l'ancien gestionnaire en tenant compte de leur risque actif; le risque n'est pas statique pas plus que ne l'est l'appétence de l'investisseur pour le risque.

Si l'investisseur est déterminé à éliminer un risque lié à l'indice de référence, l'exposition au risque actif à court terme peut nécessiter une intervention immédiate.

Quelles solutions intérimaires sont à ma disposition? Quels sont les coûts?

En théorie, il semble assez simple d'obtenir des rendements comparables à ceux d'un indice pendant le processus de recherche, mais en pratique, il existe plusieurs approches avec des facteurs et résultats différents. Les stratégies les plus communes consistent à retenir un fonds indiciel en gestion commune, des comptes indiciels séparés, des fonds négociés en bourse et des contrats à terme sur indices. Nous présentons leurs avantages et inconvénients à la page 11.

Que les changements soient apportés au portefeuille à brève ou à longue échéance, il ne faut pas oublier les coûts de transaction. L'équipe de Pavilion peut aider un investisseur à évaluer les coûts des choix de solutions bêta intérimaires incluant l'utilisation d'un FNB, des contrats à terme ou d'un instrument indiciel. En outre, Pavilion est en mesure d'élaborer des solutions particularisées, à faible coût, par une solution de gestion d'actifs temporaire. Pavilion utilise des outils d'optimisation pour créer et maintenir des portefeuilles modèles qui répondent aux objectifs de marge d'erreur spécifiques.

Les principaux facteurs de coûts* à évaluer sont les suivants:

- **Coûts de négociation et taxes et prélèvements reliés** - Le coût de la transition vers une solution intérimaire varie selon la catégorie d'actifs et le type de solution retenu. Par exemple, la reproduction d'un indice intégral sera la solution la plus coûteuse par opposition à une solution comportant une petite marge d'erreur de suivi pour limiter les coûts d'opérations et maximiser les transferts en nature.
- **Frais de garde** - Selon l'indice sélectionné et les marchés sur lesquels il est possible d'investir, les frais de garde peuvent constituer un coût important. Par exemple, l'indice MSCI Monde (Tous pays) est composé de 2 449 titres et l'indice MSCI EAEO, de 901 (au 30 septembre 2014). Répliquer complètement l'indice EAEO, à supposer

*Coûts à supposer que le portefeuille soit constitué d'un compte séparé. Les coûts des fonds groupés peuvent varier selon le fournisseur et le montant investi.

un coût par ordre de 25 \$ et 901 opérations, entraînerait des frais de 22 525 \$.

- **Honoraires de gestion** - La sélection d'une solution passive ou intérimaire optimisée devrait entraîner d'importantes économies de coûts par rapport aux honoraires d'une gestion active. Cependant, selon la catégorie d'actifs, l'économie varie en raison des différents coûts des solutions passives. Dans certains cas, les économies de coûts sur la gestion active couvrent tous les coûts du passage à une solution intérimaire.

Après la prise en compte de toutes ces questions, ce qu'il faut faire devrait être plus clair. Avec les outils dont disposent les promoteurs de régime aujourd'hui, l'évolution du processus de recherche offre de nombreuses solutions à faible coût qui éliminent le risque à court terme du maintien d'une catégorie d'actifs non performante ou d'une exposition sous-pondérée à une catégorie d'actifs.

Grille d'évaluation du risque

	RISQUE FAIBLE	>>>>>>>>	>>>>>>>>	RISQUE ÉLEVÉ
Quel type de changement est apporté?	Transfert de la répartition des actifs vers une catégorie d'actifs non négociables	Transfert de la répartition des actifs vers une catégorie d'actifs négociables	Problèmes de performance, changement de philosophie ou de processus	Changement organisationnel important ou départ d'une ou plusieurs personnes clés
RISQUE DU GESTIONNAIRE DE PLACEMENT				
À quel point votre placement actuel et votre gestionnaire de placement vous inquiètent-ils?	Le risque actif du gestionnaire et sa performance récente ne soulèvent pas de préoccupations	Le risque actif du gestionnaire est plus élevé que prévu et sa performance est légèrement inquiétante	Le risque actif du gestionnaire et/ou sa performance récente sont inquiétants et incohérents	Le risque actif du gestionnaire est plus élevé que prévu et la performance à court terme est très mauvaise et volatile
RISQUE/TOLÉRANCE DU RÉGIME				
Quelle est l'ouverture du régime au risque actuellement?	Prêt à assumer des fluctuations à court terme et/ou une exposition à la catégorie d'actifs souhaitée	Cherche à atténuer une part du risque actuel	À la recherche d'une solution bêta pour les nouvelles catégories d'actifs et prêt à assumer une part de risque de l'indice de référence	À la recherche d'une solution bêta immédiate pour les nouvelles catégories d'actifs et n'est pas disposé à assumer le risque de l'indice de référence
RISQUE DE COÛT D'OPPORTUNITÉ				
Combien de temps dure le processus de sélection de nouveaux placements?	0 - 1 mois	2-3 mois	3-6 mois	6 mois et plus
RISQUE DE TRANSACTION ET D'HONORAIRES				
Quel est le coût d'une solution d'intérim?	Économies réalisées : Les économies de frais de gestion devraient couvrir le coût du passage à la solution d'intérim	Faible coût : Le coût pour passer à une solution d'intérim est inférieur à 10 pb	Coût modéré	Coût élevé

La page suivante contient l'annexe A: Options de placement entre deux gestionnaires.



Pour tous vos commentaires ou questions concernant cet article, contactez:

Eric Bolduc

Vice President, ventes institutionnelles et après-vente

ebolduc@pavilioncorp.com

Annexe A: Options de placement entre deux gestionnaires

Voici quelques autres options pour les régimes leur permettant d'obtenir des rendements semblables à ceux des indices pendant le processus de recherche d'un gestionnaire.

Fonds communs indiciels ou Compte indiciel séparé

Les fonds communs indiciels offrent une gestion de placement passive en fonction de normes de références communes (p. ex., indice MSCI EAEO, indice S&P 500). Les actifs sont détenus par le dépositaire du régime ou mis en commun avec les clients au dépositaire (caisse institutionnelle indicielle).

Avantages:

- Très faible marge d'erreur par rapport à l'indice de référence;
- Frais de gestion faibles;
- Le format de compte séparé réduit certains risques de contrepartie et offre un degré élevé de transparence;
- La structure de gestion commune étale les coûts opérationnels; et
- La gamme de répliques d'indices à produire peut être plus étendue.

Limites:

- Coûts de transition - La transition d'un régime à un indice complet peut entraîner des coûts et un roulement élevés. Les coûts comprennent les courtages, les frais de bourse, les coûts de garde et les coûts indirects;
- La mise en place d'un dépositaire nécessite des ouvertures de comptes. Sur certains marchés, en particulier les marchés émergents, il faut parfois plusieurs mois pour ouvrir un compte et cela ajoute des coûts importants à l'implantation.
- Nécessite une convention de gestion de placement ou une convention d'achat de fonds en gestion commune.

Gestion temporaire d'actifs (GTA)

La GTA est une stratégie de placement qui s'appuie sur l'optimisation du portefeuille pour éliminer effectivement l'essentiel du risque actif tout en limitant les coûts de transaction, en attendant que le nouveau gestionnaire soit choisi et provisionné. Le portefeuille optimisé est bâti de façon à calquer le rendement et les caractéristiques de risque d'un indice de référence défini, dans les limites d'un risque actif prédéterminé. La GTA cherche à éliminer effectivement l'essentiel du risque actif tout en limitant les coûts de transaction, en attendant que le nouveau gestionnaire soit choisi et provisionné.

Avantages:

- Stratégies très modulables;
- Faible erreur de suivi de l'indice, l'essentiel du risque actif est éliminé;
- Faibles frais de gestion comparativement à une gestion active; et
- Coûts de transaction moins élevés que pour une solution passive (c.-à-d. indicielle).

Limites:

- Les solutions TAM présentent une faible erreur de réplification (25 à 150 pb) comparativement à une erreur de réplification nulle;
- La solution n'est disponible que pour un compte séparé; et
- Nécessite une convention de gestion de placements.

Contrats à terme

Un contrat à terme sur indice oblige légalement l'acheteur à acquérir un actif (ou le vendeur à vendre un actif), tel qu'une marchandise ou un instrument financier, à une date future et à un prix prédéterminé. Les contrats à terme sur indice sont normalisés pour faciliter la négociation en bourse et se règlent au comptant.

Avantages:

- Ne nécessite pas un gestionnaire de placement et peut s'acheter par l'entremise d'un courtier;
- Les marchés des instruments dérivés sont très liquides et en raison de l'arbitrage sur les indices, se négocient très près de ou à leur juste valeur; et
- Les coûts de transaction sur le marché des contrats à terme sont inférieurs à ceux des marchés des actions.

Limites:

- Coûts de transition - Les régimes passant à un portefeuille de contrats à terme pourraient s'attendre à un roulement de 100 pour cent pour réaligner les positions;
- Nécessite un compte de contrats à terme pour la compensation des opérations et la comptabilisation de la marge. Il faut souvent plusieurs semaines pour ouvrir des comptes de contrats à terme et la signature de plusieurs conventions;
- Les contrats à terme expirent et doivent être renouvelés pour maintenir l'exposition et les exigences de marge; et
- L'univers de négociation de contrats à terme sur indices est limité. Certains contrats qui intéressent les promoteurs de régimes ne sont pas liquides (indice MSCI EAEO) ou n'existent pas (indice MSCI Monde ou indice de petites capitalisations canadiennes).

Fonds négociés en bourse (FNB)

Un fonds négocié en bourse (FNB) est un titre inscrit à une cote qui cherche à suivre un indice¹. Le fonds détient la plupart des composantes de l'indice sous-jacent. Le gestionnaire de fonds peut choisir de créer un portefeuille à forte corrélation qui est plus efficace et plus rentable qu'un modèle produisant une réplique intégrale. Les FNB se négocient comme des actions et leur cours suit la valeur d'actif nette sous-jacente des composants du fonds.

Avantages:

- Faible marge d'erreur par rapport à l'indice de référence;
- Structure d'investissement simple qui ne nécessite pas de convention de gestion de placement; et
- L'augmentation et la diminution des positions peuvent se faire par l'entremise d'un courtier.

Limites:

- Les frais de gestion sont plus élevés que ceux d'une caisse institutionnelle indicielle. Les frais peuvent aussi varier largement de 9 à 70 pb et plus;
- Coûts de transition - la transition des régimes à un FNB devrait prévoir une rotation allant jusqu'à 100 pour cent des actifs;
- Non disponibles pour tous les indices..

INFORMATIONS GÉNÉRALES À FOURNIR : Ces informations s'adressent exclusivement aux investisseurs qualifiés ou avertis et ne sont communiquées qu'à des fins d'illustration. Les hypothèses, les données et les modèles utilisés pour établir les informations contenues dans les présentes proviennent de sources jugées fiables, mais rien ne saurait garantir la certitude ou la probabilité des résultats tels qu'ils ont été présentés. Ce document n'est pas une sollicitation ou une offre de parts d'un fonds ou d'autres valeurs mobilières ni ne constitue un conseil juridique, fiscal ou de placement et ne devrait pas être interprété comme tel. Tout conseil de placement serait donné conformément à une entente de gestion de placement écrite et les conseils fiscaux et juridiques devraient être donnés par des conseillers professionnels qualifiés appropriés. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite d'aucune manière sans notre consentement préalable écrit.

© 2015 Pavilion Groupe Conseils Ltée.