

# Fiche 1

## Un aperçu de la gestion de portefeuille

- I. Le rôle de la diversification
- II. Les clients
- III. Le processus de la gestion de portefeuille
- IV. Les véhicules d'investissements (Pooled Investments)

### I. Le rôle de la diversification

La gestion des investissements implique la levée de capitaux par des professionnels auprès d'investisseurs ou des comptes d'épargne privés, et déployer ces capitaux pour financer des acquisitions de toutes sortes d'actifs qui génèrent des rendements en ligne avec le niveau de l'exposition au risque. Le rendement d'un investissement compense en effet le coût d'opportunité de renoncer à consommer et à assumer le risque que l'investissement ne performe pas tel que c'était prévu. La gestion de portefeuille peut être considérée comme un effort de rééquilibrage des avantages des rendements atteints par les investissements contre les effets négatifs du risque. Le gérant effectue cette action de rééquilibrage en combinant des titres individuels dans un portefeuille d'actifs qui tire profit des bénéfices de la diversification.

#### A. La perspective portefeuille

En gérant le capital, un manager choisit les actifs dans une perspective de portefeuille et non pas dans une perspective d'actifs individuels. Par exemple, une obligation à haut rendement (Junk Bond) est risquée si elle est traitée de manière isolée, mais, incluse dans un portefeuille diversifié avec d'autres types actifs, elle peut réduire le risque global du portefeuille.

#### B. La diversification

Le risque d'un actif est défini par sa volatilité mesurée par l'écart type de ses rendements historiques. En combinant des titres dans un portefeuille, les managers

sont capables de réduire le risque sans nécessairement réduire les rendements. Cette caractéristique représente les bénéfices de la diversification.

### 1) Mesurer le risque et le rendement d'un portefeuille

Le rendement d'un portefeuille est égal à la moyenne pondérée de rendements individuels des titres composant le portefeuille. Par exemple, si un portefeuille est investi à 60% d'actions qui ont des rendements de 6%, et 40% d'obligations ayant un rendement de 2%, alors le rendement du portefeuille est de 4,4% ( $0,6 \times 6\% + 0,4 \times 2\%$ ).

Cependant, l'écart type d'un portefeuille n'est pas simplement la moyenne pondérée des écarts types des actifs du portefeuille. Il y a un facteur additionnel qui capture les interactions des rendements des actifs entre eux. Cette interaction est mesurée par la covariance (ou par une mesure proche, la corrélation) d'un titre donné avec d'autres titres du portefeuille.

À titre d'illustration, un gérant de fonds, peut combiner les actions d'une compagnie aérienne et d'une société pétrolière dans un portefeuille. Lorsque le prix du pétrole baisse, les coûts de la compagnie aérienne baissent ce qui probablement fera monter le cours de son action. Sous les mêmes conditions, le chiffre d'affaires de la société pétrolière baisse, ce qui fera baisser les bénéfices et le cours de l'action. L'impact de la baisse du prix du pétrole sur le portefeuille est très réduit car il a des effets compensateurs sur les titres individuels du portefeuille. Cette relation entre les prix des deux actions est mesurée par la corrélation. Plus les actions varient dans le même sens et plus ils sont corrélés, et inversement.

### 2) Utiliser la corrélation pour construire un portefeuille

Construire un portefeuille implique la capture du bénéfice de la diversification lui-même fonction de la corrélation entre les actifs du portefeuille. De ce fait, le manager doit choisir des titres à faible ou à corrélation négative, pour maximiser le bénéfice de la diversification (minimiser le risque). Le coefficient de corrélation entre deux actifs se situe entre  $+/-1$ . Une parfaite corrélation positive indique que les rendements varient dans le même sens les uns avec les autres. Par exemple, les rendements de l'indice S&P 500 et ceux du S&P 500 ETF devraient avoir une corrélation proche de  $+1$ . Une parfaite corrélation négative implique que les rendements varient inversement les uns par rapport aux autres. Par exemple, les rendements de l'indice S&P 500 et ceux du S&P 500 contrat future devraient être presque parfaitement négativement corrélés avec une corrélation proche de  $-1$ . Une corrélation zéro indique une absence de relation entre les rendements de deux actifs. Ils varient de manière aléatoire l'un vis-à-vis de l'autre. Ainsi :

- Une corrélation de  $+1$  n'amène aucun bénéfice de diversification
- Une corrélation égale à zéro fournit un excellent bénéfice de diversification
- Une corrélation de  $-1$  engendre le maximum de bénéfice de diversification

### 3) Les limites de la diversification

L'arbitrage risque/rendement suggère que le rendement ne doit jamais être considéré indépendamment du risque pris pour l'atteindre. La diversification cherche à prendre avantage de la faible corrélation entre les actifs afin de réduire le risque, là où la volatilité des rendements est au moins partiellement compensée, pour lisser les hauts et les bas et suivre si possible une trajectoire constante. En d'autres termes, la diversification cherche à protéger les investisseurs contre une variation dramatique de la valeur du portefeuille (par exemple le krach d'octobre 1987 a été atténué par une diversification obligataire). La diversification a cependant des limites. En effet, si les corrélations varient dans une direction positive (approchant + 1) comme c'est souvent le cas en temps de crise, les bénéfices de la diversification disparaissent. La diversification minimise les risques mais ne garantit pas une protection à la baisse du marché.

## C. La théorie moderne du portefeuille

La théorie moderne du portefeuille est largement basée sur les travaux de Harry Markowitz. Elle est fondée sur les principes généraux soulignés plus haut et aboutit à certaines conclusions intéressantes :

1. Un portefeuille bien diversifié (efficient) élimine le risque spécifique de tous les actifs (risque non systématique).
2. La diversification ne peut pas éliminer tous les risques, le risque du marché reste présent (risque systématique).
3. Du fait que tous les investisseurs détiennent exclusivement des portefeuilles efficaces, le marché compense seulement le risque non diversifiable (systématique) en déterminant les primes de risque.
4. Les relations et les hypothèses de la théorie moderne du portefeuille forment les bases du Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF) ou Capital Asset Pricing Model (CAPM).

## II. Les clients

La majorité du capital mondial est gérée par des professionnels. En d'autres termes, les gérants construisent des portefeuilles au nom des propriétaires des capitaux, *i.e.* leurs clients. La manière dont les gérants investissent l'argent dépend des objectifs et des contraintes de leurs clients, dont la compréhension est cruciale afin de satisfaire leurs besoins. Les clients peuvent être classés comme investisseurs individuels ou institutionnels.

## A. Les investisseurs individuels

La gestion de portefeuilles d'investisseurs individuels peut être compliquée du fait que chaque personne a des objectifs multiples qui peuvent être conflictuels :

- Les objectifs à court terme peuvent consister à financer l'éducation des enfants, démarrer un business ou effectuer un gros achat.
- Les objectifs à long terme se concentrent généralement sur l'immobilier et le financement de la retraite (épargne retraite)

## B. Les investisseurs institutionnels

À différents égards, les investisseurs institutionnels sont plus simples que les investisseurs individuels, car leur objectif est bien défini et les principes généraux de la gestion de portefeuille peuvent être mis en application. Parmi les investisseurs institutionnels, on peut citer :

### 1) Les caisses de retraite (fonds de pension)

L'objectif d'une caisse de retraite est de financer le plan retraite (Defined Benefit Pensions Plans) de ses employés. L'employeur supporte le risque d'investissement. La durée du plan de retraite est le long terme, mais ses besoins de liquidité sont fonction de l'âge de la force de travail. Un pourcentage élevé de retraités ou de personnel proche de la retraite accroît le besoin de liquidités. Les gérants de portefeuille des caisses de retraite essaient de « faire matcher » les cash flows de l'actif et du passif (ALM). L'horizon long terme de l'investissement généralement augmente la tolérance au risque de l'investisseur.

### 2) Les fonds de dotations universitaires (Endowments) et les fondations

Les fonds de dotations sont des entités légales établies pour financer des institutions non lucratives, telles que les Universités par exemple. Les fondations sont similaires mais ont plutôt tendance à financer, via l'octroi de subventions, la recherche et autres objectifs sociaux. Les deux entités ont des longues durées de vie et leur horizon d'investissement est nécessairement le long terme. La tolérance au risque tend à être élevée, bien que fonction de la taille de leurs actifs. Plus la taille est élevée, plus la tolérance au risque est élevée. Leur objectif est de maintenir la valeur ajustée de l'inflation de leur capital, tout en générant des revenus pour servir leurs causes respectives. Le besoin de liquidités est généralement faible.

### *Les banques*

Une banque commerciale reçoit des dépôts et accorde des crédits. L'objectif est de gagner une marge (spread de taux) égale à la différence entre le taux payé aux dépositaires et celui chargé aux emprunteurs. Les banques sont fortement régulées pour s'assurer que les déposants ont accès à leur argent et maintenir la confiance

dans le système bancaire. Ainsi, les banques doivent investir leurs excès de réserves placés de manière conservatrice, et maintenir un niveau de liquidité élevé.

#### *Les assurances*

De manière basique, une assurance collecte les primes auprès de ses assurés et paye les sinistres lorsqu'ils surviennent. L'objectif est de générer des revenus en investissant les primes avant le paiement des sinistres. La nature des sinistres est un déterminant significatif de l'horizon d'investissement. L'assurance est également une industrie fortement régulée. En conséquence, la tolérance au risque tend à être faible. Les compagnies d'assurance-vie ont des réclamations prévisibles et leurs besoins de liquidités sont faibles. Par contre, l'assurance non-vie (IARD) fait face à des revendications à court terme volatiles et les besoins de liquidités sont élevés.

### 3) Les fonds communs de placement (FCP)

Les FCP regroupent des capitaux levés auprès de plusieurs investisseurs et les investissent selon leurs stratégies arrêtées. Les investisseurs reçoivent des parts qui représentent leurs droits aux actifs des fonds. L'horizon d'investissement, la tolérance au risque et les besoins de liquidité varient en fonction des fonds. Les fonds ouverts (open end) font face aux opérations de rachat de la part des investisseurs, ce qui augmente leurs besoins de liquidités.

#### Les fonds souverains (États)

Certains pays (tels que le Qatar par exemple) ont créé des fonds d'investissement détenus par l'État.

## III. Le processus de la gestion de portefeuille

La gestion d'actifs fonctionne de manière plus efficace lorsqu'elle est mise en œuvre selon un processus systématique. Le processus de la gestion de portefeuille peut être divisé en trois étapes : planification, exécution et suivi.

### A. Étape de planification

Durant cette phase le gérant collecte les informations du client sur ses objectifs et contraintes :

#### 1) Les objectifs d'investissement

La tolérance au risque établit la capacité et la volonté du client à assumer le risque. Le rendement attendu étant quant à lui fonction du degré de tolérance au risque du client.

## 2) Les contraintes

Les contraintes sont liées aux points suivants :

- L'horizon temporel qui définit la période pendant laquelle l'investissement doit être géré.
- La réglementation et des considérations légales peuvent constituer des contraintes importantes, en particulier pour les investisseurs institutionnels.
- Les Besoins de liquidité doivent être définis pour s'assurer de la disponibilité du cash en cas de requête des clients.
- Les taxes et les impôts sont des points importants à prendre en considération, car le rendement le plus pertinent pour les investisseurs est le rendement après impôts et taxes.
- Les besoins uniques et les circonstances pour répondre aux préoccupations des clients.

Un document formel rédigé appelé « Investment Policy Statement » (IPS) détaille les objectifs et contraintes du client. L'IPS décrit la manière dont les actifs doivent être gérés et présente un benchmark pertinent pour évaluer la performance du gérant. Il doit être élaboré afin de satisfaire les besoins des clients individuellement, et mis à jour régulièrement ou lorsque les objectifs et les contraintes du client se modifient.

## B. L'étape d'exécution

Une fois l'IPS complété, le gérant doit construire un portefeuille conforme avec les objectifs et les documents stipulés dans le document.

### 1) L'allocation d'actifs

Le choix des classes d'actifs majeures (actions, obligations, real estate, actifs alternatifs) à inclure dans le portefeuille est la décision la plus importante prise par le gérant. Ce dernier démarre avec l'analyse du couple risque/rendement et effectue ses propres anticipations sur l'évolution des marchés financiers sur la période qui couvre l'horizon d'investissement de son client. Finalement, le gérant doit déterminer la composition qui satisfait de manière optimale les objectifs de l'investisseur en termes de rendement ajusté au risque selon l'IPS.

### 2) L'analyse des titres

Une fois que le « mix » approprié des différentes classes d'actifs est identifié, les titres individuels à l'intérieur de chaque classe d'actifs doivent être analysés. Il existe deux approches pour l'analyse des titres : l'approche top-down et l'approche bottom-up :

- L'analyse top down démarre avec des analyses macroéconomiques nationales afin d'identifier les environnements d'investissement les plus attractifs. Ensuite, les secteurs à l'intérieur des pays sélectionnés sont analysés. Enfin, les meilleurs titres sont sélectionnés.
- L'analyse bottom-up démarre avec l'évaluation des titres individuels des sociétés sans considération de l'environnement macroéconomique.

### 3) La construction du PF

En référence à l'IPS, et après le choix de l'allocation d'actifs et l'analyse des titres, le gérant achète les titres via les plateformes d'exécution (trading desk). Le portefeuille final doit satisfaire les objectifs de l'investisseur sans enfreindre les contraintes, tout en diversifiant le portefeuille selon les standards acceptés.

### C. L'étape de suivi du portefeuille (feedback step)

Une fois que le portefeuille a été construit, le processus de gestion continue. La performance du portefeuille doit être soigneusement évaluée afin de s'assurer que les objectifs sont atteints. Si les circonstances des clients ou les anticipations des gérants changent, le portefeuille doit être ajusté en conséquence. Par ailleurs, la performance actuelle des titres qui composent le portefeuille peut amener l'allocation d'actifs à s'éloigner du mix optimal. Dans cette situation, le portefeuille doit être rééquilibré afin de restaurer l'allocation stratégique cible. Tout au long de la période d'investissement, le client reçoit des rapports périodiques relatifs aux performances de ses actifs. Le client a également la possibilité d'évaluer la performance du gérant par rapport à un benchmark défini dans l'IPS.

## IV. Les véhicules d'investissements (Pooled Investments)

Les sociétés d'investissement utilisent plusieurs types de véhicules d'investissement :

### A. Les Fonds Communs de Placements : FCP (Mutual Funds)

La caractéristique qui permet de distinguer les FCP est la façon dont leurs parts sont calculées. La valeur liquidative ou Net Asset Value (NAV) est calculée sur la base des prix de fermeture des actifs détenus par le fonds, moins les dettes :

$$\text{NAV} = (\text{Actif} - \text{Dette}) / \text{Nombre de Parts}$$

$$\text{NAV} = \text{Actif Net} / \text{Nombre de Parts}$$

#### ■ Exemple

Le fonds Tawos Finance possède \$ 48,2 millions d'actifs, \$ 2 millions de dettes et 5 millions de parts émises. Quelle est la NAV du fonds ?

$$\text{NAV} = (48,2 - 2) / 5 = 9,24 \text{ \$ millions}$$

Du fait de l'usage des prix de fermeture, les FCP sont évalués seulement une fois par jour alors que les prix des actions individuelles sont cotés de manière continue tout au long de la journée. Les FCP individuels peuvent être classés selon différentes caractéristiques :

### 1) Open End *versus* Closed End Funds

- Les fonds ouverts (Open End) émettent des nouvelles parts pour chaque nouvel investisseur quand les capitaux sont reçus et retirent des parts lorsque les investisseurs effectuent des retraits. Les fonds ouverts sont généralement négociés à leur NAV.
- Les fonds fermés (Closed End) n'émettent pas des nouvelles parts et n'acceptent pas les rachats (redemptions). En effet, une fois les parts sont émises, elles se négocient sur les marchés financiers (comme les actions). Les fonds fermés peuvent ainsi être négociés avec une prime (at premium) ou avec une décote (at discount) par rapport à leur NAV en fonction de la demande des investisseurs.

### 2) Load *versus* No-Load Funds

Le terme « Load » signifie les frais facturés aux investisseurs à l'entrée ou à la sortie du fonds (commissions chargées comme % des montants investis ou rachetés de la part du fonds). Certains frais incitent les investisseurs à détenir les titres sur une longue période, ce qui réduit les besoins de liquidité associés aux rachats du fonds. Un fonds « No-Load » ne charge aucun frais ni à l'entrée ni à la sortie.

### 3) Les différents types d'investissements

Le FCP peut être spécialisé ou généraliste selon son allocation d'actif cible. Il existe une large palette de FCP qui inclut :

- Les fonds monétaires (Money Market Funds) : ces fonds investissent dans des instruments de dette de court terme avec des maturités de moins d'un an. Ces fonds sont très liquides.
- Les fonds obligataires (Bond Funds) : ces fonds investissent dans les obligations (fixed income securities).
- Les fonds actions (Stock Funds) : ces fonds investissent dans les actions (equities)
- Les fonds mixtes (Balanced Funds) : ces fonds investissent dans les actions et les obligations mais également dans des instruments à court terme.