

Revue canadienne d'investissement

H I V E R 2 0 0 4

LONGUE-VUE

SUR LES

SEO

ENTREVUE AVEC

LUC DE LA DURANTAYE, CFA

Premier vice-président, Répartition globale de
l'actif, TAL Gestion globale d'actifs inc.

LES FONDS DE COUVERTURE

SONT-ILS UTILES À LA CONSTRUCTION INTELLIGENTE DES PORTEFEUILLES?



**POUR OBTENIR DES
RÉSULTATS CONCLUANTS,
nous mettons
notre expertise
à votre actif^{MD}**

L'étendue de sa gamme de services, l'envergure de ses ressources et l'importance de l'actif sous gestion font de TAL Gestion globale d'actifs inc. l'un des principaux gestionnaires de placements au Canada.

Depuis sa fondation en 1972, notre entreprise a enregistré une solide croissance et grandement évolué. Les facteurs de base qui ont contribué à notre réussite demeurent toutefois inchangés.

Nous privilégions la rigueur et les solutions novatrices, axées sur les résultats. Nous croyons que l'intégrité et la responsabilisation revêtent autant d'importance pour le client que pour nous. Nos professionnels sont animés par la passion de servir nos clients en donnant le meilleur d'eux-mêmes — un avantage distinctif qui favorise l'atteinte de vos objectifs.

Voilà ce que nous entendons par mettre *notre expertise à votre actif*.



Gestion globale d'actifs inc.

MONTREAL - TORONTO
HONG KONG - ÎLES CAIMANS

WWW.TAL.CA

Revue canadienne d'investissement

H IVER 2004

- 4 ÉDITORIAL
- 5 LES SEO : BON OU MAUVAIS PRÉSAGE À LONG TERME?
Par Stéphanie Desrosiers, Jean-François L'Her et Lorraine Sauriol
- 10 CES FONDS DE COUVERTURE QUI FONT RÉFLÉCHIR!
Par Mario Lavallée
- 12 ENJEUX ET PERSPECTIVES
Entrevue avec Luc de la Durantaye, CFA, premier vice-président,
Répartition globale de l'actif chez TAL, Gestion globale d'actifs inc.
Par Pierre Saint-Laurent





Regarder le passé et voir l'avenir

La dernière année a été remplie de paradoxes pour le secteur canadien des régimes de retraite : les promoteurs ont été rassurés par les gains réalisés sur les marchés boursiers en 2004, mais certains signes indiquent qu'ils ne sont pas encore sortis du bois.

La principale source d'inquiétude au cours des dernières années, soit les rendements boursiers, a perdu de sa gravité quand l'indice composé S&P/TSX a gagné 6,8 % au cours des neuf premiers mois de l'année (les données sont fournies à titre gracieux par Morneau Sobeco). Les taux obligataires se sont aussi raffermis, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux progressant de 3,9 %.

Mais il y a aussi eu des points négatifs : la vigueur du huard a déprimé les rendements des placements à l'étranger. Ainsi, l'indice S&P 500 n'a cédé que 1,9 % au cours des trois premiers trimestres de 2004, mais 7,2 % en dollars canadiens. L'inflation, selon l'indice des prix à la consommation canadien, a pour sa part grimpé de 1,6 % depuis le début de l'année.

Puisque ce ne sont pas tous les marchés boursiers qui ont inscrit des gains, il faut faire preuve d'une grande rigueur dans le choix des placements. Notre article principal du présent numéro de la *Revue canadienne d'investissement*, « Longue-vue sur les SEO » porte sur les émissions subséquentes d'actions (Seasoned Equity Offering), une méthode de capitalisation qui suscite plus d'intérêt en raison de la diminution du nombre de PAPE au Canada depuis l'éclatement de

la bulle des technos, qui sont passés de 101 en 2000 à 56 en 2003. Dans l'article, Stéphanie Desrosiers, Jean-François L'Her et Lorraine Sauriol de la Caisse de dépôt et placement du Québec analysent les résultats à long terme de ce type de placement et concluent que, dans la plupart des cas, les titres négociés sur le marché secondaire connaissent une longue glissade pouvant durer jusqu'à trois ans après la date de l'émission.

Dans ce même numéro, vous pourrez lire un article de Mario Lavallée, président de la maison de recherche financière indépendante Finlab, qui explique les stratégies de couverture neutres au marché. Enfin, le président d'Actif Conseil, Pierre Saint-Laurent, s'entretient avec Luc de la Durantaye, premier vice-président de TAL Gestion globale d'actifs. Ce dernier se prononce sur des sujets aussi variés que le taux d'inflation, les marchés mondiaux et l'alpha portable.

En cette fin d'année, nous désirons vous remercier de votre intérêt et de votre appui pour la *Revue canadienne d'investissement*. Nous espérons vous rencontrer à la Conférence sur la gestion du risque de 2005, qui aura lieu près de Québec. Portez-vous bien et investissez sagement. Joyeuses fêtes et bonne et heureuse année. ■

James Lewis

Rédacteur en chef, *Revue canadienne d'investissement*

Revue canadienne d'investissement

Jim MacDonald
rédacteur en chef
(416) 764-3813
jim.macdonald@bencan-cir.rogers.com

James Lewis
adjoint au rédacteur en chef
(416) 764-395
james.lewis@bencan-cir.rogers.com

Antoine Di-Lillo,
rédacteur gérant
(514) 843-2123
antoine.dilillo@avantages.rogers.com

Pierre Saint-Laurent,
directeur de la rédaction
Actif Conseil (PSL)
(514) 998-8076

James Wagner
directeur artistique
(514) 843-2592

Gisela Stéphany
Directrice de comptes
pour l'est du Canada
(514) 843-2133

Paul Williams, éditeur
Vice-président
(416) 764-3825
paulo.williams@rci.rogers.com

Dale King, éditrice adjointe
(416) 764-3830
dale.king@rci.rogers.com

Mia Williamson, directrice de comptes
(416) 764-3828

Lisa Darwin, directrice de production
(416) 764-3928

Nancy Matheson, directrice
Groupe Marketing et communications
(416) 764-3816

Tricia Moore, planificatrice de conférences
(416) 764-3866

Denise Brearley, directrice de la diffusion
(416) 764-3878

Marie Atkins, adjointe de rédaction
(416) 764-3822

La *Revue canadienne d'investissement*
est publiée par Rogers Media Inc.

ROGERS MEDIA
Président et chef de la direction
Anthony P. Viner

ÉDITIONS ROGERS

Brian Segal
Président et chef de la direction

Harvey Botting
Vice-président principal

Donna Clark
Vice-présidente principale

Mitch Dent
Vice-président principal

Michael J. Fox
Vice-président principal

Paul Jones
Vice-président principal

John Milne
Vice-président principal

Immee Chee Wah
Vice-présidente, Planification des affaires

Tracy McKinley
Vice-présidente, Planification des affaires

Paul Williams
Vice-président
Éditions Santé et Finances

CONSEIL DE RÉDACTION

Président—Paul Halpern
Université de Toronto

Keith P. Ambachtsheer
KPA Advisory Services

George Athanassakos
Université Western Ontario

Michael Durland
Scotia Capital

Stephen Foerster
Université Western Ontario

Michael Keenan
Bimcor Inc.

Rob Heinkel
Université de la Colombie-Britannique

Eric Kirzner
Université de Toronto

Lawrence Kryzanowski
Université Concordia

Tristram Lett
Norshield Financial Group

Harry Marmer
Franklin Templeton

Marlene Puffer
Legg Mason Canada

Terri Troy
Banque royale du Canada

La *Revue canadienne d'investissement*
est un supplément de la *Canadian Investment*
Review, publiée quatre fois l'an par
Rogers Media
One Mount Pleasant Rd.
Toronto, ON
Canada M4Y 2Y5

Téléphone: (416) 764-2000
Télécopieur: (416) 764-3934
Imprimée au Canada

Pour l'achat d'un exemplaire, veuillez appeler
le (416) 764-3858. Pour les abonnements,
veuillez appeler le (905) 946-8420. Tarif
d'abonnement: au Canada 69\$ par année,
32\$ au numéro (plus la TPS); en dehors du
Canada 131,35\$. No de TPS R137813424

ISSN 0840-6863

Il est interdit de reproduire aucune partie de
cette publication sans le consentement préalable
de l'éditeur. Copyright © 2003 Rogers Media.

Le gouvernement du Canada a contribué finan-
cièrement aux coûts rédactionnels de cette
publication par le biais du Fonds des magazines.



Les SEO: bon ou mauvais présage à long terme?

« *Investing in firms issuing stock is hazardous to your health* »

STÉPHANIE DESROSIERS,
JEAN-FRANÇOIS L'HER
ET LORRAINE SAURIOL

C'est dans ces termes que Loughran et Ritter (1995) préviennent les investisseurs des risques inhérents à l'achat d'actions d'entreprises américaines qui procèdent à un premier appel public à l'épargne (IPO : *Initial Public Offering*) ou qui réalisent une émission subséquente d'actions (SEO : *Seasoned Equity Offering*). Dans le cas des SEO, la contre-performance constatée atteint -33 %, trois ans après l'émission et -59,4 %, cinq ans après l'émission. Corroborés par Spiess et Affleck-Graves (1995), ces résultats troublants remettent en cause l'hypothèse de l'efficacité des marchés puisqu'ils suggèrent que les investisseurs prennent jusqu'à cinq années pour intégrer la totalité de l'information disponible. Pourquoi les investisseurs persisteraient-ils à se porter acquéreurs d'actions nouvellement émises sur le marché si les perspectives de rendement à long terme sont, en moyenne, décevantes?

L'asymétrie d'information entre les dirigeants de l'entreprise émettrice et les investisseurs pourrait expliquer ce phénomène de contre-performance à long terme communément appelé : *The New Issue Puzzle*. Selon Myers et Majluf (1984), les dirigeants, contrairement aux investisseurs, détiennent de l'information sur les bénéfices futurs de l'entreprise et sur ses opportunités d'investissements qui leur permettent de mieux évaluer sa valeur intrinsèque. Les dirigeants peuvent émettre des actions lorsqu'ils jugent le cours du titre surévalué et ainsi profiter de l'optimisme des investisseurs. Les dirigeants ont la possibilité de créer cette fenêtre d'opportunité par le biais d'une gestion stratégique des bénéfices qui permet d'accroître artificiellement les résultats intermédiaires rapportés avant l'émission (Teoh, Welch et Wong, 1998). En extrapolant ces bénéfices gonflés, les investisseurs créent la surévaluation temporaire du titre (Rangan, 1998). Les anticipations des investisseurs quant aux bénéfices futurs de l'entreprise peuvent aussi être influencées

Stéphanie Desrosiers est à la Caisse de dépôt et placement du Québec

Jean-François L'Her est à la Caisse de dépôt et placement du Québec

Lorraine Sauriol est à la Caisse de dépôt et placement du Québec

par les prévisions démesurément optimistes des analystes financiers (Dechow, Hutton et Sloan, 2000; Hansen et Sarin, 1999).

Plusieurs études académiques ont souligné l'importance d'utiliser différentes méthodologies pour s'assurer de la robustesse des résultats relatifs à la performance anormale à long terme suite à une décision financière corporative. Les méthodologies utilisées dans cette étude diffèrent selon la perspective temporelle choisie (temps événementiel ou temps calendaire), la mesure de performance anormale retenue (rendements anormaux moyens cumulés ou *CARs*, rendements anormaux moyens découlant de l'achat-détention ou *BHARs*, rendements anormaux moyens en temps calendaire ou *CTARs*, ou le coefficient alpha d'un modèle d'évaluation à facteurs), le type de référence retenu (firmes de contrôle, portefeuilles de contrôle, modèle d'évaluation à facteurs), et enfin, le mode de pondération (rendements équipondérés ou pondérés selon la valeur marchande). En résumé, « *measuring long-term abnormal performance is treacherous* » (Mitchell et Stafford, 2000, p. 288).

Bien que le phénomène de contre-performance à long terme des SEO ait été observé sur les marchés internationaux, rares sont les études portant sur le marché canadien. Mittoo (1996) observe la réaction du marché canadien sur une période de deux jours suivant une SEO. Ses résultats révèlent une baisse de prix moyenne de - 1,8 % et confirment l'idée que le marché réagit plus fortement à la baisse lorsque les émissions d'actions sont réalisées par des entreprises domestiques de grande taille. Elle en conclut que: « *Issues are the bearers of bad news for both shareholders and portfolio managers alike* » (p.23).

Afin de vérifier si la mise en garde de Mittoo vaut sur un horizon de plus long terme, nous examinons la performance anormale des SEO canadiennes sur des périodes de 12, 24 et 36 mois suivant le mois de l'émission. Nous étudions également la performance des entreprises émettrices au cours de la période de 12 mois précédant la SEO. Cette deuxième fenêtre d'observation est intéressante puisqu'elle nous renseigne sur les motifs potentiels de l'émission.

LES DONNÉES UTILISÉES

Notre échantillon de 161 SEO canadiennes provient des *Records of New Issues* de 1986 à 2001 compilés par *The Financial Post Data Group*. Il se compose d'émissions d'actions ou d'unités complétées au cours de la période de 1989 à 1999 par un total de 150 entreprises listées sur la Bourse de Toronto. L'une de nos principales préoccupations lors de la sélection des données était d'éviter le chevauchement des émissions de fonds propres complétées par une même compagnie afin de constituer un échantillon d'événements purs, exempts d'événements concomitants. Seules les émissions qui n'étaient ni précédées par une émission de fonds propres (IPO ou SEO) au cours des 36 derniers mois, ni suivies d'une autre SEO

dans les 36 mois subséquents, ont été retenues. Nous avons ensuite exclu les IPOs ainsi que les SEO qui étaient entièrement secondaires. Les entreprises émettrices devaient également être listées dans la base de données *Research Insight (Compustat)*. Nous y avons extrait leurs rendements mensuels, leurs ratios valeur au livre sur valeur marchande des fonds propres (VL/VM) et leurs capitalisations boursières.

ESTIMATION DE LA PERFORMANCE À LONG TERME DES SEO

Afin d'estimer la performance anormale à long terme des SEO canadiennes sur des horizons de 12, 24 et 36 mois suivant l'émission, nous utilisons une approche en temps événementiel (*event time*) de même qu'une approche en temps calendaire (*calendar time*). Pour distinguer ces deux perspectives temporelles, nous utilisons la notation m pour les mois événementiels et la notation t pour les mois du calendrier.

L'APPROCHE EN TEMPS ÉVÉNEMENTIEL

Dans l'approche en temps événementiel (ou relatif), le temps est défini en fonction d'un événement qui s'est produit au temps $m = 0$. Nous estimons la performance anormale sur la fenêtre post-émission [$m = 1$ à $m = 36$]; c'est-à-dire les 36 rendements mensuels suivant le mois de l'émission. Pour vérifier si une entreprise émettrice a généré un rendement anormal, nous comparons son rendement à celui d'une référence. Fama et French (1992) ont mis en évidence l'importance de la taille et du ratio valeur aux livres sur valeur marchande des fonds propres (VL/VM) dans l'explication de la variation des rendements en coupe transversale. Nous utilisons donc des portefeuilles de contrôle construits sur la base de la taille et du ratio VL/VM à titre de référence. Ces derniers sont rééquilibrés mensuellement (Rau et Vermaelen, 1997) et épurés des entreprises émettrices à l'intérieur de la fenêtre post-émission de 36 mois (Brav, Geczy et Gompers, 2000). Pour construire ces portefeuilles, nous utilisons toutes les entreprises disponibles sur la base de données *Research Insight*. Nous appliquons deux tris indépendants sur la base de la taille (mesurée par la capitalisation boursière) et du ratio VL/VM, ce qui nous permet de former des portefeuilles sur la base des quartiles. Enfin, la combinaison de ces portefeuilles nous permet de former 16 portefeuilles de contrôle.

Nous utilisons deux mesures pour estimer la performance anormale moyenne sur des horizons de 12, 24 et 36 mois : les rendements anormaux moyens cumulés (*the cumulative average abnormal returns* ou *CARs*) et les rendements anormaux moyens découlant de l'achat-détention (*the mean buy-and-hold abnormal returns* ou *BHARs*). Ces deux mesures sont calculées à partir de rendements équipondérés (*EW*) et pondérés selon la valeur marchande (*VW*).

Rendements anormaux moyens cumulés (\overline{CARs})

Le rendement mensuel anormal d'une entreprise émettrice, $r_{i,m}$, correspond à la différence entre le rendement mensuel de l'entreprise émettrice ($R_{i,m}$) et le rendement mensuel de son portefeuille de contrôle ($R_{pci,m}$). Pour chacun des 36 mois événementiels ($m=1$ à 36), nous calculons le rendement anormal des N entreprises émettrices de l'échantillon (\overline{AR}). Tel que montré dans l'équation ci-dessous, nous calculons ensuite le rendement anormal moyen cumulé (\overline{CAR}_q) du mois événementiel $m=1$ à q où $q=12, 24$ et 36 .

$$\overline{CAR}_q = \sum_{m=1}^q \overline{AR}_m \text{ où } \overline{AR}_m = \sum_{i=1}^{N_m} w_{i,m}^* r_{i,m}$$

avec $w_{i,m}^*$ et N_m représentant respectivement le poids de l'entreprise i standardisé pour tenir compte de la capitalisation boursière à travers le temps et le nombre d'entreprises dans le mois événementiel m .

Rendements anormaux moyens découlant de l'achat-détention (\overline{BHARs})

Le rendement découlant de l'achat-détention (*buy-and-hold return*) d'une entreprise émettrice i (BHR_i) s'obtient en composant ses rendements mensuels sur une période de q mois après le mois de la SEO. Cette mesure réplique une stratégie d'investissement qui consiste à acheter et détenir des actions pour une période de temps donnée. La même logique s'applique au portefeuille de contrôle associé à l'entreprise émettrice i . La différence entre le BHR de l'entreprise émettrice et le BHR de son portefeuille de contrôle correspond au $BHAR$. Le \overline{BHAR} moyen de l'échantillon est égal à la somme pondérée des 161 $BHARs$:

$$\overline{BHAR}_q = \sum_{i=1}^{N_q} w_{i,q}^* BHAR_{i,q} \text{ où } BHAR_{i,q} = \left[\prod_{m=1}^q (1+R_{i,m}) - \prod_{m=1}^q (1+R_{pci,m}) \right]$$

Mauvaises nouvelles à l'horizon ?

Les \overline{CARs} et les \overline{BHARs} présentés au tableau 1 suggèrent que les SEO canadiennes ont connu une contre-performance à long terme. Sur un horizon de 36 mois, cette contre-performance est de -32,23 % selon le \overline{CAR} (EW) et de -41,27 % selon le \overline{BHAR} (EW). L'utilisation de rendements pondérés par la valeur marchande au lieu de rendements équipondérés réduit de moitié le \overline{CAR} et de 37 % le \overline{BHAR} . Indépendamment du mode de pondération, les résultats sont statistiquement significatifs à un niveau de confiance de 95 %. Les rendements anormaux sont de l'ordre de -1 % par mois sur les horizons de 12 et 24 mois. L'ampleur de la contre-performance des SEO canadiennes serait plus marquée que celle observée sur le marché américain (Spiess et Affleck-Graves, 1995 ; Brav, Ceczy et Gompers, 2000; Jegadeesh, 2000). Fama (1998) souligne que la méthodologie de type événementiel ignore la corrélation transversale entre les rendements anormaux des entreprises de l'échantillon, ce qui a pour conséquence de biaiser les tests statistiques. À l'inverse, la méthodologie de type calendaire permet de mieux mesurer le risque du portefeuille (effet de diversification) et d'obtenir des tests statistiques plus robustes. Elle permet également de simuler une stratégie d'investissement qui pourrait être mise en pratique par un gestionnaire de portefeuille.

TABLEAU 1

Rendement anormal post-émission estimé selon l'approche en temps événementiel

HORIZON	\overline{CAR}		\overline{BHAR}	
	ÉQUIPONDÉRÉ (EW)	PONDÉRÉ SELON LA VALEUR MARCHANDE (VW)	ÉQUIPONDÉRÉ (EW)	PONDÉRÉ SELON LA VALEUR MARCHANDE (VW)
12 MOIS	-13,50 % (-3,58**)	-2,85 % (-1,18)	-12,71 % (-2,94**)	-2,64 % (-0,89)
24 MOIS	-25,57 % (-4,12**)	-10,55 % (-2,69**)	-23,90 % (-2,54**)	-13,64 % (-3,12**)
36 MOIS	-32,23 % (-3,78**)	-16,49 % (-3,15**)	-41,27 % (-5,08**)	-26,05 % (-4,96**)

** Significatif au niveau de confiance de 95 %

L'APPROCHE EN TEMPS CALENDRAIRE

Contrairement à l'approche en temps événementiel, l'approche en temps calendaire (temps réel), tient compte de la date réelle de l'événement. La première SEO de notre échantillon a eu lieu en juin 1989 et la dernière en décembre 1999. La période calendaire débute donc en juillet 1989 (le mois après la première émission) et se termine en décembre 2000 lorsque la fenêtre post-émission de 12 mois est considérée. En juillet 1989, nous formons un portefeuille de SEO et le rééquilibrions au début de tous les mois subséquents afin d'y inclure les nouvelles SEO qui ont eu lieu au cours du dernier mois, d'en retirer les SEO pour lesquelles nous n'avons plus de rendements dans la base de données pour le présent mois et les mois subséquents et, d'en retirer les SEO qui sont dans le portefeuille depuis les 12, 24 ou 36 derniers mois selon l'horizon choisi. Nous calculons ensuite les rendements mensuels de notre portefeuille d'entreprises émettrices sur la totalité de la période calendaire. Nous utilisons deux mesures pour estimer la performance anormale moyenne sur des horizons de 12, 24 et 36 mois : les rendements anormaux moyens en temps calendaire (*mean calendar-time returns* ou \overline{CTARs}), et le coefficient alpha résultant d'une régression en série temporelle (Fama et French, 1993, modèle d'évaluation à trois facteurs TFPM).

Rendements anormaux moyens en temps calendaire (\overline{CTARs})

Tout comme pour les besoins de l'approche en temps événementiel, les 16 portefeuilles de contrôle (taille et ratio VL/VM) sont utilisés. Tous les mois de notre période calendaire, nous calculons la différence entre le rendement du portefeuille de SEO (R_{pt}) et le rendement de son portefeuille de contrôle (taille et ratio VL/VM) correspondant ($R_{pc,t}$). Tel que montré dans l'équation ci-dessous, le \overline{CTAR} s'obtient en faisant la moyenne de ces rendements anormaux mensuels en temps calendaire sur les T mois qui définissent la période calendaire.

$$\overline{CTAR} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (R_{pt} - R_{pc,t}) \text{ où } R_{pt} = \sum_{i=1}^{N_t} w_{i,t} R_{i,t} \text{ et } R_{pc,t} = \sum_{i=1}^{N_t} w_{i,t} R_{pci,t}$$

avec $w_{i,t}$ et N_t représentant respectivement le poids de l'entreprise i et le nombre d'entreprises dans le portefeuille au cours du mois.

Coefficient alpha du modèle d'évaluation à trois facteurs (TFPM)

Afin de vérifier si notre portefeuille d'entreprises émettrices a généré un rendement anormal, nous comparons sa performance à un rendement espéré estimé grâce au TFPM. Tel que montré dans l'équation ci-dessous, la variable dépendante de la régression est le rendement mensuel excédentaire du portefeuille de SEO ($R_{p,t} - R_{f,t}$) où le taux sans risque pour un mois t ($R_{f,t}$) correspond au rendement mensuel sur les bons du Trésors 91 jours du gouvernement canadien.

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + e_{p,t}$$

Les variables indépendantes sont le rendement excédentaire du marché ($R_{m,t} - R_{f,t}$) où le rendement du marché correspond à celui de l'indice S&P/TSX et deux portefeuilles zéro-investissement construits de manière à répliquer les facteurs de risque communs à tous les titres, notamment le facteur taille (*SMB, Small minus Big*) et le facteur relié au ratio VL/VM (*HML, High minus Low*). Le facteur taille correspond à la différence entre les rendements d'un portefeuille d'entreprises de faible capitalisation boursière et un portefeuille d'entreprises de grande capitalisation boursière. Le facteur relié au ratio VL/VM correspond à la différence entre les rendements d'un portefeuille d'entreprises ayant des ratios élevés et un portefeuille d'entreprises ayant de faibles ratios. Les coefficients d'exposition aux facteurs (β_p , s_p , h_p) sont estimés par une régression en série temporelle sur la période calendaire. Le paramètre (α) indique le rendement anormal mensuel moyen de notre échantillon de 161 SEO.

Encore de mauvaises nouvelles à l'horizon ?

Selon les résultats présentés au tableau 2, les entreprises canadiennes qui ont complété une SEO au cours de la période 1989-1999 ont, en moyenne, généré un rendement anormal négatif à long terme. Indépendamment de l'horizon, la contre-performance estimée par le coefficient alpha (*EW*) est, dans l'ensemble, similaire au *CTAR* (*EW*) et aux résultats de l'approche événementielle. Les résultats sont statistiquement significatifs. Trois ans après l'émission, les SEO génèrent une performance anormale moyenne d'environ - 29 %. La contre-performance des SEO canadiennes serait encore une fois plus prononcée que celle observée sur le marché américain (Mitchell et Stafford, 2000 ; Brav, Geczy et Gompers, 2000 ; Jegadeesh, 2000).

Les entreprises émettrices ont, en moyenne, un risque de marché significativement inférieur à 1. Le coefficient du facteur *SMB* est positif et statistiquement significatif; les entreprises émettrices sont donc, en moyenne, de petite taille. Le coefficient positif du facteur *HML* est statistiquement significatif, mais la prime de risque

mensuelle est négative (- 0,26 %); les entreprises émettrices sont donc, en moyenne, de croissance.

ESTIMATION DE LA PERFORMANCE UN AN AVANT LA SEO

Afin de vérifier l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité, nous utilisons les approches en temps événementiel et calendaire pour estimer la performance anormale sur la période de 12 mois précédant la SEO ($m = - 11$ à 0). Le tableau 3 présente les résultats *EW* et *VW* des *CARs*, *BHARs*, *CTARs*, et alphas de la régression en série temporelle avec le TFPM.

Les entreprises canadiennes qui ont complété une SEO entre 1989 et 1999 ont eu un rendement anormal positif au cours de l'année menant à l'émission. Selon l'approche en temps événementiel, la performance est estimée à 27,5 % (*CAR EW*) et à 39 %

TABLEAU 2
Rendement anormal moyen post-émission estimé selon l'approche en temps calendaire

	CTAR	Modèle à trois facteurs de Fama et French				R ² ajusté
		a _p	b _p	s _p	h _p	
12 MOIS						
ÉQUIPONDÉRÉ	- 12,94 % (- 2,86**)	- 13,20 % (- 2,92**)	76,50 % (- 2,43**)	37,50 % (3,34**)	18,50 % (1,75*)	35 %
PONDÉRÉ SELON LA VALEUR MARCHANDE	- 3,94 % (- 0,78)	- 3,60 % (- 0,66)	86,70% (- 1,28)	16,00 % (1,32)	30,80 % (2,7**)	33 %
24 MOIS						
ÉQUIPONDÉRÉ	- 24,48 % (- 3,87**)	- 21,60 % (- 3,67**)	0,825 (- 2,57**)	0,313 (3,97**)	0,266 (3,57**)	53 %
PONDÉRÉ SELON LA VALEUR MARCHANDE	- 12,36 % (- 1,68*)	- 7,20 % (- 0,89)	0,920 (- 1,01)	0,072 (0,78)	0,280 (3,24**)	49 %
36 MOIS						
ÉQUIPONDÉRÉ	- 29,63 % (- 3,32**)	- 28,80 % (- 3,16**)	83,80 % (- 2,4**)	38,20 % (4,87**)	26,70 % (3,62**)	56 %
PONDÉRÉ SELON LA VALEUR MARCHANDE	- 24,73 % (- 2,08**)	- 14,40 % (- 1,35)	90,60 % (- 1,16)	10,50 % (1,11)	29,00 % (3,25**)	47%

* Significatif au niveau de confiance de 90 %
** Significatif au niveau de confiance de 95 %
H₀ pour le coefficient bêta est bêta=1

TABLEAU 3
Rendement anormal moyen sur la période de 12 mois précédant la SEO estimé selon les approches en temps événementiel et calendaire

	APPROCHE EN TEMPS ÉVÉNEMENTIEL		APPROCHE EN TEMPS CALENDRAIRE	
	CAR	BHAR	CTAR	α _p
ÉQUIPONDÉRÉ (EW)	27,50 % (6,22**)	39,00 % (6,6**)	25,83 % (3,76**)	20,59 % (3,11**)
PONDÉRÉ SELON LA VALEUR MARCHANDE (VW)	14,80 % (5,29**)	23,00 % (3,71**)	9,98 % (1,52)	4,57 % (0,75)

** Significatif au niveau de confiance de 95 %
H₀ pour le coefficient bêta est bêta=1

(*BHAR EW*). L'utilisation de rendements VW au lieu de rendements EW réduit de plus de 40 % les *CARs* et les *BHARs*. Indépendamment du mode de pondération, les résultats sont statistiquement significatifs. Selon l'approche en temps calendaire, la performance anormale est estimée à 25,83 % *CTAR* (*EW*). Le coefficient alpha de la régression du TFPM se transpose

en un rendement anormal de 20,59 % (EW). La performance anormale moyenne cumulée gagnée au cours de l'année menant à l'émission disparaît au cours des 36 mois subséquents. Ces résultats suggèrent que les dirigeants tirent avantage de l'optimisme des investisseurs pour émettre des actions lorsqu'ils jugent le cours du titre surévalué.

CONCLUSION

Les SEO présagent-elles de mauvaises nouvelles à long terme? Nos résultats semblent suggérer que c'est le cas. Les 161 SEO complétées durant la période de 1989-1999 ont, en moyenne, affiché une performance décevante sur l'horizon de 36 mois suivant le mois de l'émission (selon les méthodes, entre - 29 % et - 41 % pour les portefeuilles équipondérés et entre - 14 % et - 26 % pour les portefeuilles pondérés). La contre-performance à long terme observée pour les SEO canadiennes est précédée d'un rendement anormal positif et significatif (entre 21 % et 39 % pour les portefeuilles équipondérés et entre 4 % et 23 %

pour les portefeuilles pondérés) au cours de l'année menant à l'émission. Ces résultats sont cohérents avec l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité qui suggère que les dirigeants planifient leur émission d'actions au moment où le titre est surévalué. La contre-performance post-émission pourrait ainsi refléter l'ajustement du marché. En effet, Graham et Harvey (2001) rapportent que les deux tiers des chefs de la direction financière avouent que « *the amount by which our stock is undervalued or overvalued was an important or very important consideration* » dans leur décision d'émettre des actions. Selon Baker et Wurgler (2000), les entreprises privilégient les émissions d'actions avant les périodes de faibles rendements.

Nos résultats suggèrent que les SEO canadiennes connaissent une contre-performance à long terme, mais il faut préciser que cette conclusion est basée sur des résultats moyens. De futures études visant à expliquer pourquoi certaines entreprises émettrices génèrent une performance décevante à long terme alors que d'autres non, contribueraient à améliorer notre compréhension de la contre-performance à long terme des SEO. ■

BIBLIOGRAPHIE

- Baker M. et J. Wurgler, 2000, The equity share in new issues and aggregate stock returns, *Journal of Finance*, 55, 2219-2257.
- Barber, B. et J. Lyon, 1997, Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics*, 43, 341-372.
- Brav, A., 2000, Inference in long-horizon event studies: a parametric bootstrap approach with application to initial public offering, *Journal of Finance*, 55, 1979-2016.
- Brav, A., C. Geczy et P. A. Gompers, 2000, Is the abnormal return following equity issuance anomalous?, *Journal of Financial Economics*, 56, 209-249.
- Cai, J. et T. Loughran, 1998, The performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971-1992, *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 395-425.
- Dechow, P.M., A.P. Hutton et R. G. Sloan, 2000, The relation between analysts' forecasts of long-term earnings growth and the stock price performance following equity offerings, *Contemporary Accounting Research*, 17, 1-32.
- Dubois, M. et P. Jeanneret, 2000, The long-run performance of seasoned equity offering with rights, evidence from the Swiss market, *cahier de recherche*, Université de Neuchâtel, Janvier.
- Eckbo, B. E., R. W. Masulis et Ø. Norli, 2000, Seasoned public offerings: resolution of the «new issues puzzle», *Journal of Financial Economics*, 56, 251-291.
- Fama, E. F., 1970, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, E. F., 1998, Market efficiency, long term returns, and behavioral finance, *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- Fama, E. F. et K. R. French, 1992, The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, 46, 12, 427-465.
- Fama, E. F. et K. R. French, 1993, Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Fama, E. F. et K. R. French, 1998, Value versus growth: The international evidence, *Journal of Finance*, 53, 1975-1999.
- Graham J. et C. R. Harvey, 2001, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Hansen R.S. et A. Sarin, 1999, Are analysts overoptimistic around seasoned equity offering?, *Cahier de recherche*, Leavy School of Business Santa Clara University.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok et T. Vermaelen, 1995, The underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok et T. Vermaelen, 2000, Stock repurchases in Canada: performance and strategic trading, *Journal of Finance*, 55, 5, 2373-2397.
- Jeanneret, P., 2000, Use of the proceeds and long-term performance of French SEO firms, *Cahier de recherche*, Université de Neuchâtel, Mars.
- Jegadeesh, N., 2000, Long-term performance of seasoned equity offerings: benchmark errors and biases in expectations, *Financial Management*, 29, 3, 5-30.
- Kang, J.K., Y.C. Kim et R. M. Stulz, 1999, The underreaction hypothesis and the new issue puzzle: evidence from Japan, *The Review of Financial Studies*, 3, 519-534.
- Kothari, S.P. et J. Warner, 1997, Measuring long horizon security price performance, *Journal of Financial Economics*, 4, 301-339.
- Loughran, T. et J.R. Ritter, 1995, The new issues puzzle, *Journal of Finance*, 50, 1, 23-51.
- Loughran, T. et J.R. Ritter, 2000, Uniformly least powerful test of market efficiency, *Journal of Financial Economics*, 55, 361-389.
- Lyon, D.F., B.M. Barber et C. Tsai, 1999, Improved methods for test of long-run abnormal stock returns, *Journal of Finance*, 54, 165-201.
- Mittoo U., 1996, The bad news bearer, *Canadian Investment Review*, Automne, 23-27.
- Mitchell, M.L., et E. Stafford, 2000, Managerial decisions and long-term stock price performance, *Journal of Business*, 73, 287-320.
- Myers, S. et N.S. Majluf 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Rangan S., 1998, Earnings management and the performance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics*, 50, 101-122.
- Rau P. R. et T. Vermaelen, 1997, Glamour, Value and the post-acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics*, 49, 223-253.
- Ritter, J.R., 1991, The long-run performance of initial public offerings, *Journal of Finance*, 46, 3-27.
- Spiess, K. D. et J. Affleck-Graves, 1995, Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offering, *Journal of Financial Economics*, 38, 243-267.
- Stehle, R., O. Ehrhardt et R. Przyborowsky, 2000, Long-run stock performance of German initial public offerings and seasoned equity issues, *European Financial Management*, 6 : 2.
- Teoh, S.H., I. Welch et T.J. Wong, 1998, Earning management and the underperformance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.

Ces fonds de couverture QUI FONT RÉFLÉCHIR!

MARIO LAVALLÉE

Récemment, plusieurs investisseurs institutionnels ont ajouté des fonds de couverture à leurs portefeuilles. L'argument qu'on invoque est qu'ils contribuent à diversifier le risque du portefeuille. Même s'ils revêtent plusieurs formes, on peut justifier la plupart des fonds de couverture en invoquant une faible corrélation avec les catégories d'actifs dites traditionnelles et des rendements plus stables. Notre industrie, qui auparavant n'en tenait aucun compte, ne jure maintenant que par eux.

Mais que peuvent globalement apporter les fonds de couverture?

Pour prendre la véritable mesure du phénomène, il faut comprendre ce que sont les fonds de couverture. On peut dire qu'il s'agit tout simplement d'une nouvelle façon de présenter une vieille pratique, soit la gestion active de portefeuille. En gestion de portefeuille, nous devons construire des portefeuilles performants à partir de nos convictions. Or, de telles convictions peuvent s'exprimer de plusieurs façons dans la construction d'un portefeuille. Donc, les fonds de couverture représentent tout simplement une nouvelle façon de construire des portefeuilles.

Prenons l'exemple des fonds de couverture neutres au marché. Typiquement, les gestionnaires de ces fonds ont des

positions longues dans certains titres et des positions courtes dans une série d'autres titres. Le portefeuille profitera de la différence de rendements entre les positions longues et les positions courtes. Le portefeuille devrait

alors être insensible aux variations du marché dans son ensemble puisqu'il a autant de positions longues que de positions courtes. À titre d'exemple, les rendements des fonds neutres au marché recensés sur le site hedgeindex.com ont eu, entre janvier 1994 et février 2004, un bêta de 0,08 avec le marché boursier américain (S&P500). Le rendement du portefeuille était donc déterminé essentiellement par la capacité des gestionnaires à sélectionner les bons et les moins bons titres.

La construction d'un portefeuille neutre au marché demande-t-elle une expertise particulière?

Pas vraiment. On peut créer un fonds de couverture neutre au marché très facilement. En effet, en confiant une somme à un gestionnaire traditionnel et en vendant un nombre suffisant de contrats à terme portant sur son indice de référence, nous obtenons un portefeuille neutre au marché. En principe, comme le rendement de la gestion active devrait être très peu corrélé avec celui du marché, le portefeuille ainsi construit sera neutre au marché. Le rendement qu'obtiendra ce portefeuille neutre est le taux court terme auquel s'ajoute le rendement de la gestion active. Pour utiliser un langage plus technique, un tel portefeuille aurait beaucoup d'alpha avec peu ou pas de bêta. En fait, l'équation de base que l'on peut utiliser ici est la suivante :

$$\text{PORTEFEUILLE TRADITIONNEL} - \text{INDICE} = \text{PORTEFEUILLE NEUTRE AU MARCHÉ}$$

En enlevant du portefeuille traditionnel son risque de marché, on obtient, par définition, un portefeuille qui est neutre au marché. Bien évidemment cette équation fonctionne également dans l'autre sens :

$$\text{PORTEFEUILLE NEUTRE AU MARCHÉ} + \text{INDICE} = \text{PORTEFEUILLE TRADITIONNEL}$$

Mario Lavallée, président de Finlab inc.

Ainsi, en ajoutant suffisamment de contrats à terme de l'indice approprié à un portefeuille neutre au marché, on peut créer un portefeuille traditionnel de gestion active. Comme le portefeuille neutre n'a que l'alpha, en lui ajoutant le bêta (l'indice) il devient un portefeuille traditionnel ayant à la fois le bêta et l'alpha. Finalement, on peut voir que la gestion traditionnelle et les fonds de couverture neutres au marché ne sont qu'à un bêta l'un de l'autre. La distance n'est pas si grande puisqu'un bêta c'est un contrat à terme sur l'indice ou encore un portefeuille indiciel.

Des fonds de talents

Comme des fonds de couverture neutres au marché contiennent surtout de l'alpha, on peut dire que ce sont des fonds de talents. Lorsque l'on investit dans de tels fonds, on achète d'abord et avant tout le talent de l'équipe de gestion. Ce talent s'exprime généralement avec moins de contrainte que dans la gestion traditionnelle. Dans celle-ci, le gestionnaire n'a que des positions longues. Il peut donc surpondérer les titres présents dans l'indice en détenant un poids plus élevé. Il peut également surpondérer un titre qui ne fait pas partie de l'indice s'il en détient dans le portefeuille. Par contre, les sous-pondérations sont limitées au poids de l'indice. Un titre qui représente 4 % de l'indice peut être surpondéré de 4 % au maximum puisque la position la plus extrême pour le gestionnaire est de ne pas en détenir du tout dans le portefeuille. Ainsi, une même opinion négative sur deux titres, un qui a un poids de 4 % et l'autre de 0,5 %, ne peut s'exprimer avec le même poids dans le portefeuille. Dans un cas, ne pas en détenir représente une sous-pondération de 4 %, dans l'autre elle n'est que de 0,5 %. Et on ne parle pas des titres qui ne sont pas dans l'indice. Une opinion négative sur ces titres ne peut être intégrée au portefeuille.

Le gestionnaire de fonds de couverture, par le biais des ventes à découvert, peut intégrer ses opinions négatives sur tous les titres qu'il peut emprunter, que ceux-ci soient dans l'indice ou pas. C'est là son plus grand avantage!

En permettant à un gestionnaire traditionnel de vendre à découvert jusqu'à 15 % du portefeuille, nous lui donnons la latitude pour exprimer pleinement son talent. Cela pourrait même réduire la volatilité du portefeuille. Ce qui différencie donc principalement les fonds de couverture de la gestion traditionnelle, c'est la marge de manœuvre qu'a le gestionnaire pour exprimer son talent. En ajoutant

de la marge de manœuvre aux gestionnaires traditionnels et en construisant nos portefeuilles plus intelligemment, l'attrait pour les fonds de couverture diminuerait. En attendant, ils sont très intéressants!

Utiles, oui, mais pour quelques portefeuilles!

Revenons maintenant à la question posée au début : que peuvent-ils apporter globalement à nos portefeuilles? Pas grand chose en fait. Ils peuvent accomplir beaucoup pour quelques portefeuilles, mais au niveau global, ils ne peuvent malheureusement pas nous aider vraiment. En effet, la création de richesse ne se fait pas dans les marchés financiers, elle se fait dans les biens réels. Les marchés financiers contribuent à la création de richesse en permettant un financement moins coûteux et plus flexible aux entreprises, mais globalement ils ne créent pas grand chose. On peut donner l'exemple des produits dérivés. Dans une transaction de produits dérivés il y a un investisseur de chaque côté. Ce que l'un gagne, l'autre le perd. En terme de flux monétaire, c'est un jeu à somme nulle. Leur existence est surtout justifiée par une meilleure distribution des risques entre les investisseurs.

Pour les fonds de couverture, c'est un peu la même chose. Globalement, comme communauté d'investisseurs, nous détenons tous les titres émis par les entreprises. Certains peuvent vendre à découvert, mais c'est parce que d'autres acceptent de prêter leurs titres. Cette activité ne fait que redistribuer le rendement entre les investisseurs, mais elle n'en ajoute pas. Toutes les opérations de gestion active, qu'elles soient effectuées dans un cadre traditionnel ou dans un cadre de fonds de couverture, servent à répartir la tarte de la richesse créée par les entreprises. Elles n'améliorent pas la tarte. Globalement donc, les fonds de couverture n'ajoutent pas grand-chose.

Des outils de réflexion

Ce que nous offrent vraiment les fonds de couverture, c'est bien une occasion de réfléchir à la façon dont nous structurons nos portefeuilles. La clef du succès en gestion de portefeuille est d'avoir le meilleur talent disponible et de construire intelligemment ses portefeuilles en fonction des risques que l'on peut ou que l'on doit prendre. Les fonds de couverture sont donc utiles, mais ne sont pas nécessaires. Nous pouvons construire des portefeuilles performants sans eux, mais nous devons cependant être créatifs et accepter de sortir des sentiers battus. ■



Enjeux et perspectives

PAR PIERRE SAINT-LAURENT*

Entrevue avec Luc de la Durantaye, CFA, premier vice-président, Répartition globale de l'actif, TAL Gestion globale d'actifs inc.

Pierre Saint-Laurent : M. de la Durantaye, vous êtes responsable chez TAL de la répartition globale de l'actif. Que voyez-vous en ce moment dans le monde ?

Luc de la Durantaye : Une certaine volatilité géopolitique et des attentes inflationnistes qui se raffermissent. 2003 a été l'année de réalisation d'une croissance forte, pendant laquelle (phénomène atypique) toutes les catégories d'actif ont progressé. Nous sommes «victimes» du succès de 2003 : les anticipations ont changé au cours des derniers mois à la lumière d'une certaine correction en cours depuis mars dernier.

PSL : Vous suivez de près les tendances internationales. Pourriez-vous éclairer notre lanterne ?

LD : Les tendances sont, tout d'abord, l'inflation, liée au cycle économique, les taux directeurs à des planchers record, la fermeté de la création d'emplois, les profits des sociétés (qui se maintiendront) et les hausses des prix des matières premières concourent à une réévaluation des attentes. La manœuvre exécutée par les banques centrales en 2003 a très bien réussi; il est temps de ramener les attentes (et les niveaux) des taux directeurs à des niveaux plus conformes aux valeurs de long terme.

Selon moi, les banques centrales nord-américaines considèrent que l'inflation n'est pas une aussi grande menace qu'au cours des 20 dernières années. L'expérience des années 1970 et 1980 a servi. Et comme sur le long terme une cible réaliste d'inflation se situe à environ 2 %, avec une fourchette de fluctuations de 1 % à 1,5 %, nous nous trouvons proches des moyennes historiques. Le rôle de la Fed et de la Banque du Canada sera donc de gérer ces niveaux historiques. Cela étant dit, je crois

que les banques centrales sont prêtes à prendre plus de risques inflationnistes que déflationnistes à ce stade : ils sont prêts à lever le pied de l'accélérateur sans pour autant appuyer sur la pédale de frein. Je suis d'accord avec leur analyse.

PSL : Quoi d'autre sur votre écran radar ?

LD : La Chine, qui à court terme doit juguler des phénomènes de surchauffe de prix dans son secteur immobilier entre autres; l'Europe, qui continue de souffrir de politiques monétaires moins accommodantes et d'une carence de création nette d'emplois (ceux-ci se voyant transférés vers l'Europe de l'Est); les pays émergents, bien placés pour profiter de la croissance de la demande asiatique et dont les marchés boursiers pourraient bien faire dans les prochains douze mois; et enfin le Canada, qui continuera à performer eu égard aux prix élevés des matières premières et des intrants énergétiques.

PSL : Comment voyez-vous l'évolution des éléments constitutifs de la gestion de portefeuille, à la lumière de la conjoncture récente ?

LD : Nous sommes passés à un régime où la répartition d'actif type de 60/40, ayant livré des rendements rétrospectifs de l'ordre de 10 % sur le long terme, est maintenant destinée à procurer des rendements qui sont plutôt dans une fourchette de 5 % à 6,5 %. Manifestement, il est temps de trouver des sources additionnelles, voire nouvelles, de rendements afin de bonifier les portefeuilles. La situation est préoccupante, car les écarts actif/passif se creusent (en particulier avec des régimes qui viennent à maturité et dont la durée est conséquemment raccourcie). Le recours à

*Propos consignés par Pierre Saint-Laurent, M.Sc., CFA, président, Actif Conseil

l'immunisation s'avère plus difficile dans un contexte où les taux demeurent, somme toute, faibles.

Il s'agit donc d'envisager de nouvelles sources d'alpha. Et alors que les sources de beta sont bien connues, les sources d'alpha sont, elles, souvent méconnues encore.

Alpha est en quelque sorte synonyme de talent. L'alpha est du ressort de la gestion active, en opposition aux approches passives. Et la contribution relative de l'alpha dans la performance globale des portefeuilles jouera un rôle croissant.

Voici deux points que je considère essentiels à une gestion éclairée : primo, l'alpha comme supplément obligé aux sources traditionnelles de beta; secundo, la difficulté à diversifier les portefeuilles sans y incorporer des sources solides d'alpha.

Il s'agit en fait de dépasser l'approche classique obligations/actions, avec une répartition d'actif stratégique plutôt statique. Heureusement, il existe plusieurs activités génératrices d'alpha, connues depuis de nombreuses années et que l'on peut appliquer de façon systématique et mesurable. On peut penser à une superposition tactique de répartition globale : actions et obligations nord-américaines, actions internationales et émergentes, obligations internationales. On peut efficacement compléter une telle superposition avec la répartition par pays, la gestion des matières premières, l'arbitrage et la gestion des devises. Chacune de ces activités augmente l'alpha du portefeuille. Et alors que l'on peut très bien continuer à faire la gestion du portefeuille comme avant, le fait de travailler par superposition permet d'ajouter de façon modulaire des positions synthétiques, établies au moyen d'instruments dérivés tels que des contrats à terme, totalement liquides et peu coûteux à transiger. On obtient ainsi une exposition pure et particulièrement efficace aux sources d'alpha mentionnées.

PSL : Je comprends l'importance de ces efforts de gestion active. Mais comment s'assurer de leur qualité?

LD : Le talent prime et la qualité des gestionnaires s'avère ici cruciale, nécessitant des analyses diligentes exhaustives, des feuilles de route probantes et une réelle profondeur de recherche ainsi qu'une grande rigueur d'exécution des stratégies. Je supervise la recherche et l'analyse de 12 pays, 12 devises et 6 pays pour la catégorie obligataire. L'approche

étendue que permet ce choix de variables contribue à l'optimisation des décisions de placement, dans l'esprit de la loi de la gestion active de Grinold. On se souviendra que cette loi repose sur un préalable fondamental : le talent du gestionnaire. C'est pourquoi il est si important de s'en assurer et de bien comprendre l'attribution de performance que l'on peut compléter par rapport à ces activités.

PSL : Vous établissez l'alpha comme un supplément à l'approche plus classique fondée sur le beta. Ne sont-ils pas toutefois indissociablement liés?

LD : Non, en fait, une mesure exacte de l'alpha doit passer par une certaine normalisation du beta. Il ne faut pas tout mélanger : on peut aisément trouver des situations dans lesquelles l'alpha mesuré est élevé, mais se trouve contaminé par un beta de l'activité qui, lui aussi, est relativement élevé. On pourrait dès lors en conclure que l'alpha est moins élevé que prévu et que l'activité n'est pas méritoire. Je crois qu'il faut donc prendre soin de normaliser le beta afin de le neutraliser, avant de tenter d'estimer l'alpha contribué. Par exemple, une approche indicielle (manifestement à base de beta), combinée à une superposition au sens où on l'entend ici, assurera une bonne séparation de l'alpha et du beta selon les composantes de gestion du portefeuille. Avantage supplémentaire : une telle séparation des sources de rendement permettra également d'effectuer une meilleure gestion du risque. Et bien qu'il reste à raffiner ces méthodologies d'attribution, ces approches permettent de hausser les niveaux d'alpha dès aujourd'hui. Ainsi, la gestion tactique mondiale constitue aujourd'hui une activité supérieure à 50 milliards \$US au niveau institutionnel et est en forte croissance. La gestion des devises connaît une résurgence phénoménale, eu égard aux fluctuations de plusieurs devises clés, dont le dollar US et l'Euro. Comme les gestionnaires de régimes de retraite ont plus de responsabilités et de défis que jamais, ils sont donc curieux de comprendre comment ces sources d'alpha peuvent les aider à atteindre leurs objectifs.

PSL : M. de la Durantaye, merci. ■



**POUR OBTENIR DES
RÉSULTATS CONCLUANTS,
nous mettons
notre expertise
à votre actif^{MD}**

L'étendue de sa gamme de services, l'envergure de ses ressources et l'importance de l'actif sous gestion font de TAL Gestion globale d'actifs inc. l'un des principaux gestionnaires de placements au Canada.

Depuis sa fondation en 1972, notre entreprise a enregistré une solide croissance et grandement évolué. Les facteurs de base qui ont contribué à notre réussite demeurent toutefois inchangés.

Nous privilégions la rigueur et les solutions novatrices, axées sur les résultats. Nous croyons que l'intégrité et la responsabilisation revêtent autant d'importance pour le client que pour nous. Nos professionnels sont animés par la passion de servir nos clients en donnant le meilleur d'eux-mêmes — un avantage distinctif qui favorise l'atteinte de vos objectifs.

Voilà ce que nous entendons par mettre
notre expertise à votre actif.



Gestion globale d'actifs inc.

MONTREAL - TORONTO
HONG KONG - ILES CAIMANS

WWW.TAL.CA