
La politique de placement (Notes pédagogiques)

Notes produites par **Kodjovi ASSOÉ**.

1. INTRODUCTION

1.1. Définition et importance de l'énoncé de politique de placement

L'énoncé de politique de placement peut être considéré comme la feuille de route de tout investisseur, individuel ou institutionnel. Avant de prendre le contrôle de la gestion de son portefeuille, tout investisseur doit établir son énoncé de politique de placement. Si pratiquement aucun investisseur institutionnel ne déroge à la responsabilité de l'établissement de sa politique de placement, plusieurs investisseurs individuels oublient ou négligent cette tâche qui est le fondement de toute gestion de portefeuille.

Comme la feuille de route du pilote lui permet de savoir exactement où il doit diriger son appareil, quelle altitude garder, quels sont les obstacles à contourner, et quelle sera la durée de son vol, l'énoncé de politique de placement définit les objectifs de placement, les contraintes, les stratégies admissibles, l'allocation optimale des actifs et les mesures de performance de sa gestion. Il permet :

- Aux investisseurs institutionnels de sélectionner le gestionnaires de portefeuille dont le style et les habiletés de gestion permettront d'atteindre les objectifs visés.
- Aux investisseurs individuels de ne pas céder à la panique et d'éviter des excès de confiance qui conduisent généralement à des révisions aléatoires souvent coûteuses de leur portefeuille.
- De promouvoir une discipline à long terme dans la gestion de portefeuille, le développement de stratégies appropriées d'investissement, et la détermination de l'allocation optimale d'actifs.
- D'évaluer la performance de tout gestionnaire individuel ou professionnel de portefeuille.

Ce document pédagogique a pour objectif de présenter les grandes lignes d'un énoncé de politique de placement. Il s'adresse autant à ceux qui doivent prendre la décision de gérer eux mêmes une partie de leur portefeuille, que à ceux qui confient cette gestion à des professionnels. L'énoncé de politique de placement doit être établi par écrit, et être révisé périodiquement (au moins une fois par année) pour tenir compte des changements dans la situation de l'investisseur ou dans les conditions générales des marchés financiers.

1.2. Les informations contenues dans l'énoncé de politique de placement.

Quelle que soit la façon dont il est structuré (document officiel ou brouillon établi pour son usage personnel), l'énoncé de politique de placement doit comprendre les informations suivantes :

1.2.1. Les objectifs de placement

Ils sont définis en terme de rendement à long terme désiré et du niveau de risque que l'investisseur est prêt à supporter. La définition des objectifs de placement requiert la prise en compte de la situation de l'investisseur et surtout de sa tolérance au risque. L'arbitrage entre le risque et le rendement doit être gardé à l'esprit afin d'établir des objectifs de rendement réalistes compte tenu du niveau de risque acceptable. Ainsi, il est illusoire par exemple de rechercher un rendement annuel de 30% et plus sans accepter de prendre le risque de perdre plus de 20% de son capital. Des énoncés comme « réaliser le meilleur rendement possible » ou « réduire au minimum » le risque sont trop imprécises pour constituer des objectifs de placement.

1.2.2. Les contraintes de placement

Elles constituent des balises à considérer dans l'allocation du capital entre les différentes classes d'actifs. Elles sont définies en terme de :

- *Contraintes de liquidité.* Pour établir ces contraintes, il faut se poser la question suivante : « A t-on besoin d'une partie des fonds disponibles avant la fin de l'horizon de placement? » Si oui, quels sont les montants dont on aura besoin et à quelles dates ou fréquences les sorties de fonds seront faites. Par exemple, un jeune ménage qui désire acheter une maison dans 6 mois doit prendre en considération le besoin des liquidités nécessaires pour la mise de fonds initiale dans ses contraintes de liquidité. Une fondation a besoin de revenus périodiques pour financer les activités pour laquelle elle est établie.
- *Horizon de placement.* L'horizon de placement définit la période de temps où l'on est prêt à laisser les fonds investis. L'horizon de placement des fonds du régime enregistré d'épargne retraite (REER) d'un professeur âgé de 30 ans est de

30 à 35 ans; celui d'un professeur en fin de carrière qui compte prendre sa retraite dans 3 ans est naturellement beaucoup plus court!

- *Les dispositions légales et réglementaires.* Elles conditionnent généralement les classes d'actifs admissibles dans le portefeuille. Par exemple, le contenu étranger des placements d'un REER est réglementé. Certains investisseurs institutionnels ne peuvent pas, de par la réglementation, investir dans des titres spéculatifs ou utiliser certains produits dérivés (options, contrats à terme, etc.). L'énoncé de politique de placement doit faire l'inventaire des contraintes légales et réglementaires afin qu'elles soient respectées par le gestionnaire, préservant ainsi l'investisseur de pénalités prévues par la réglementation.
- *Les considérations fiscales.* En fonction du statut fiscal de l'investisseur, certains types de placements présenteront plus d'attraits que d'autres. Par exemple, alors que la recherche d'abris fiscaux et de gains en capital moins taxés orienteraient les décisions d'investissement d'un médecin dont le revenu annuel dépasse les 200 000 \$, des obligations municipales exempt d'impôts ont peu d'attrait fiscal dans le portefeuille d'un fonds de pension ou dans un REER.
- *Les circonstances spécifiques de l'investisseur.* Cette classe de contraintes regroupe des éléments qui ne peuvent être classés dans aucune des catégories ci-dessus. Il s'agit de facteurs propres à l'investisseur. Par exemple, un fils d'un évangéliste qui, quelle que soit la performance potentielle d'un tel placement, ne voudra investir dans les titres financiers d'un réseau de cliniques d'avortement. Ou encore, un environnementaliste qui ne veut faire des placements que dans des titres d'entreprises dont le souci pour l'environnement est manifeste.

1.2.3. Les stratégies de placement et l'allocation de portefeuille

En prenant en considération les objectifs de placement et les contraintes de l'investisseur, la politique de placement énonce les stratégies de gestion en terme de :

- *L'allocation d'actifs.* Il s'agit ici de l'allocation stratégique du portefeuille ou la répartition à long terme désirée entre les différentes classes d'actifs. Ces classes d'actifs regroupent les espèces et quasi-espèces (encaisse, bons du trésor, acceptations bancaires autres titres du marchés monétaires), les titres à revenus fixes (certificats de placement garantis, dépôts à terme , obligations corporatives et gouvernementales, titres hypothécaires, etc.), les actions et autres titres convertibles en actions, les produits dérivés (options, contrats à terme) et les actifs réels (or et métaux précieux, actifs immobiliers...). On peut également distinguer, pour chaque catégorie, les actifs domestiques des actifs étrangers.
- *La politique de diversification.* Cette section de l'énoncé de politique de placement stipule le degré de diversification désirée et les moyens à prendre pour atteindre cet objectif. Par exemple, il est très courant de retrouver dans la

politique de placement des énoncés comme «aucun titre individuel ne peut représenter plus de 5% de la valeur totale du portefeuille ». Même si les vertus de la diversification sont indéniables, il faut reconnaître ses limites, principalement lorsque la taille du portefeuille est limitée. Par exemple, pour un portefeuille de moins de 100 000\$ l'énoncé ci-dessus a pour conséquence de réduire à moins de 5000 \$ les placements dans un titre individuel. Les coûts de transaction doivent donc être pris en considération.

➤ *Les titres admissibles et les restrictions à l'investissement.* L'imposition des restrictions à l'investissement et l'identification des titres admissibles visent généralement à établir les bases de la gestion du risque du portefeuille. Les restrictions peuvent être assez générales comme «les fonds seront investis exclusivement dans des actions cotées sur une bourse canadienne», ou très spécifiques et souvent très contraignantes pour le gestionnaire. Voici, par exemple, un extrait des restrictions dans l'énoncé de politique de placement d'un investisseur institutionnel:

- *Pour toute action dont le poids dans l'indice TSX est entre 1% et 4% inclusivement, le Fonds devra détenir un minimum équivalent à la moitié du poids du titre dans l'indice et un maximum équivalent au poids dans l'indice +2%.*
- *Pour toute action dont le poids dans l'indice TSX est de plus de 4%, le Fonds devra avoir un minimum équivalent au poids dans l'indice -2% et un maximum équivalent au poids dans l'indice +2%.*
- *La répartition sectorielle de l'actif ne peut être différente de plus de 5% des poids de chaque secteur dans l'indice TSX.*

Cet énoncé de politique de placement oblige le gestionnaire à détenir certains titres dans le portefeuille.

La nature et le type d'investisseur déterminent les principaux éléments à prendre en compte lors de l'élaboration de sa politique de placement. Dans ce document, nous allons considérer surtout les éléments de la politique de placement d'un investisseur individuel et de deux types d'investisseurs institutionnels à savoir les fonds de pension et les fondations. Nous examinons en détail les déterminants des composantes de la politique de placement de chacun de ces investisseurs.

2. ÉNONCÉ DE POLITIQUE DE PLACEMENT D'UN INVESTISSEUR INDIVIDUEL

L'investisseur individuel se distingue des investisseurs institutionnels sur plusieurs plans dont l'analyse permet de mieux énoncer sa politique de placement. En effet, contrairement aux investisseurs institutionnels qui utilisent des mesures plus quantitatives de risque, l'investisseur individuel a une définition plus subjective du risque (par exemple, un produit financier non familier est considéré comme ayant un niveau de risque plus élevé). De plus, l'investisseur individuel est caractérisé par des facteurs psychologiques et peut investir dans quoi bon lui semble, comparativement aux investisseurs institutionnels dont les caractéristiques des bénéficiaires (mandataires, clients) et les contraintes réglementaires constituent d'importants déterminants de leurs actions. Enfin, la phase du cycle de vie de l'investisseur individuel (par rapport à la nature des actifs versus les passifs des investisseurs institutionnels) et des préoccupations fiscales fort variables doivent être prises en compte dans l'élaboration de la politique de placement de l'investisseur individuel.

2.1. OBJECTIF DE RENDEMENT

L'objectif de rendement de l'investisseur individuel dépend généralement de l'étape du cycle de vie ou de la phase d'accumulation de richesse de ce dernier, de même que le degré de proximité de l'atteinte de ses objectifs de placement. Avec un long horizon de placement, l'investisseur acceptera plus de risque et recherchera des gains en capital, contrairement à l'investisseur ayant un court horizon de placement et qui recherchera généralement la stabilité des revenus de placement et moins de risque. Un investisseur peut rechercher un équilibre entre le gain en capital ou la croissance du portefeuille (par exemple pour la protection du pouvoir d'achat de ses revenus futurs) et la génération de revenus suffisants pour couvrir les besoins courants : on parle dans ce cas d'un objectif de rendement utilisant l'*approche du rendement total* dans l'allocation de capital.

2.1.1. Les phases du cycle de vie

On distingue quatre phases du cycle de vie d'une personne et à chaque phase correspond un profil-type d'investisseur. Il s'agit des phases d'accumulation, de consolidation, d'indépendance financière et de transfert.

La phase d'accumulation commence dès l'entrée sur le marché du travail : faible patrimoine financier, dettes (hypothèque, voiture, prêts étudiants). Relativement jeune, l'investisseur en phase d'accumulation a un horizon de placement assez long, pense à une augmentation de ses revenus, et est plus enclin à prendre plus de risque dans l'espoir d'un rendement plus élevé. L'approche d'investissement doit être orientée vers la recherche de gain en capital. Ayant un long horizon

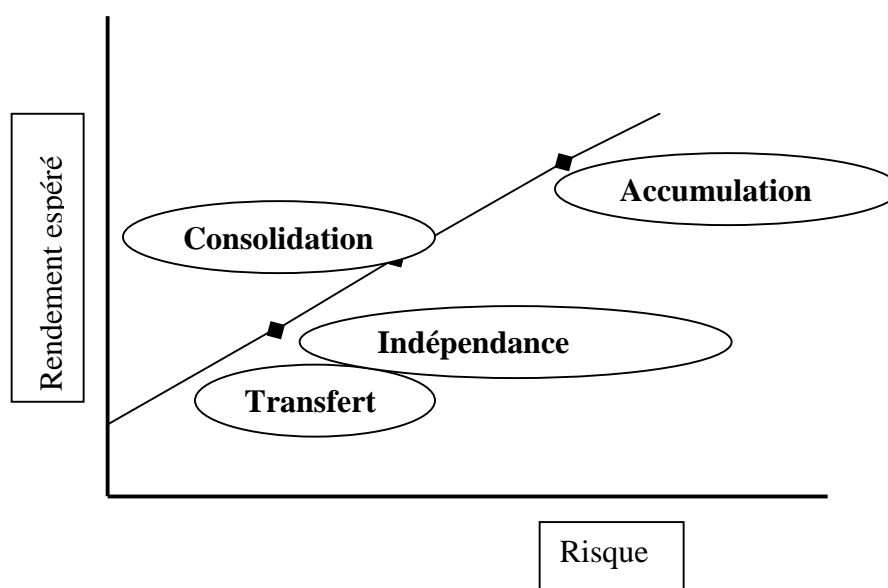
d'investissement, les instruments de placement plus risqués mais avec des potentiels de rendement élevés sont généralement privilégiés.

À la phase de consolidation, les revenus excèdent les dépenses, et les enfants ont déjà quitté la résidence familiale qui est entièrement payée. Dans cette phase, l'investisseur opte pour un portefeuille bien équilibré avec un biais vers la recherche de gain en capital surtout au cours des premières années de la phase; il évite des risques excessifs même si son horizon de placement reste encore long (il lui reste de 10 à 20 ans avant la retraite).

À la phase d'indépendance financière, les dépenses courantes ne sont plus couverts par les revenus de salaire mais des revenus de placement ou des fonds de retraite. Conscient que son horizon de placement diminue, l'investisseur dans cette phase opte pour des placements assez sécuritaires qui lui procureront des revenus réguliers tout en protégeant son pouvoir d'achat. Il faut cependant noter que si l'investisseur arrive à couvrir adéquatement ses dépenses, une part plus importante de son portefeuille doit être orientée vers la recherche du gain en capital. Dans tous les cas, le besoin de protection contre l'inflation et l'horizon de placement encore relativement long (10 ans voire plus) commandent toujours une part d'investissement orientée vers la croissance ou le gain en capital.

Finalement, la phase de transfert est celle où l'investisseur se rend compte que ses actifs dépassent largement ses besoins réels jusqu'à la fin de ses jours. Son niveau de tolérance au risque reste le même que celui de la phase précédente. Il décide souvent de transférer des actifs à des enfants, des amis ou à des organismes ou fondations. Dans tous les cas, il faut considérer les intérêt de ces derniers dans l'allocation du capital.

Modèle des phases du cycle de vie



2.1.2. Autres éléments

Le degré de priorité accordé par l'investisseur à l'atteinte de son but, de même que l'horizon de réalisation de ce but vont déterminer l'allocation du capital et du même coup l'objectif de rendement. Ainsi, les priorités de court terme requièrent l'investissement dans des instruments liquides, et donc de faible rendement. Par exemple, lorsque l'objectif de l'investisseur peut être considéré comme une grande priorité de court terme comme par exemple l'achat d'une maison cet été, ... il faut alors considérer des titres à revenu fixe et des placements liquides qui, généralement offrent de faibles rendements.

La préservation du capital peut avoir tellement d'importance pour l'investisseur que la recherche d'un rendement devient très secondaire. En d'autres mots, peu importe le rendement, l'investisseur ne recherche en priorité qu'à s'assurer que le capital investi demeure intact. L'attitude de l'investisseur par rapport au risque, de même que ses contraintes permettent de déterminer l'importance à court et/ou long terme de la préservation du capital comme objectif de placement de l'investisseur. De même, la recherche de flux monétaires réguliers produits par le portefeuille sous forme de coupon ou d'intérêts, et de dividendes constitue également un facteur important dans la définition de l'objectif de rendement de l'investisseur. Enfin, la préservation du pouvoir d'achat du capital investi ou la protection contre l'inflation commande la recherche d'un rendement au dessus du taux d'inflation.

2.2. TOLÉRANCE OU AVERSION AU RISQUE

2.2.1 Définition du risque par l'investisseur individuel

Les investisseurs individuels ont une perception et une définition du risque différentes de celles des investisseurs institutionnels.¹ Par exemple, pour certains investisseurs individuels, la possibilité de perte d'une partie du capital investi, la non familiarité avec un instrument de placement, des pertes antérieures sur des produits similaires constituent des dimensions importantes de risque. Certains considéreront comme trop risquée toute stratégie contraire aux pratiques populaires, alors que d'autres ne prennent en compte que le risque passé plutôt que le risque potentiel des instruments de placement.

Les modèles de détermination de l'attitude d'un investisseur individuel par rapport au risque tirent leur racine de la psychologie. On distingue, entre autres, le modèle de Barnewall et le modèle de Bailard, Biehl et Kaiser.

¹ Les investisseurs institutionnels ont une définition plus quantitative du risque, notamment en terme d'écart type (mesure de volatilité), de bêta et de durée (mesure de risque systématique sur le marché boursier et obligataire respectivement), de probabilité de «shortfall» ou de valeur à risque (VaR).

2.2.2. Le modèle de Barnewall

Le modèle de psychographie des investisseurs de Marilyn Barnewall distingue les investisseurs passifs des investisseurs actifs.

Un investisseur passif est celui qui a accumulé sa fortune ou qui est devenu très riche de façon passive ou fortuite, après avoir reçu un gros héritage ou risqué l'argent d'autres personnes, ou encore par un concours de circonstances (gain à une loterie, acteurs ou sportifs avec un récent succès financier par exemple). Il a un très grand besoin de sécurité financière, tout comme des individus qui disposent de peu de ressources financières. Ce type d'investisseur conçoit de façon exagéré le risque (il a une faible tolérance au risque), recherche l'approbation des autres dans ses stratégies de placement, fait confiance au conseiller en placement. Il préfère des titres très peu risqués et un portefeuille bien diversifié.

Un investisseur actif est celui qui a accumulé personnellement sa richesse au fil des ans en risquant son propre capital. Sa tolérance au risque est plus grande que son besoin de sécurité. Il a une grande confiance en lui même, et cherche toujours à participer personnellement au processus de gestion de son portefeuille. Il recherche plutôt une meilleure sélection de titres qu'une grande diversification de portefeuille.

2.2.3. Le modèle de Bailard, Biehl et Kaiser

Mis au point par Bailard, Biehl et Kaiser, ce modèle de psychographie distingue cinq classes d'investisseurs et est basé d'une part sur l'attitude général de investisseur face à la vie (confiant versus anxieux), d'autre part sur son comportement lors des prises de décision (prudent, impulsif). À partir de ces deux traits de personnalité des individus (niveau de confiance et prise de décision ou méthode d'action), les auteurs distinguent l'investisseur individualiste, aventurier, vedette, gardien et modéré.

Un investisseur *individualiste* est un investisseur confiant (il a sa propre opinion ou préfère faire ses propres recherches) et prudent (rationnel, il accepte prendre des risques calculés). Il préfère des placements bien ciblés, mais recherche généralement des conseils d'experts pour étoffer ses propres analyses. Les individualistes représentent environ 80% des investisseurs.

L'*aventurier* est un investisseur qui a confiance en ses propres capacités (confiance) mais prend des décisions un peu trop hâtivement (impulsif). Généralement, il est à la recherche de très gros rendements à très court terme. Il se fixe rarement un objectif à long terme, et est toujours à la recherche d'information privilégiée ou de bons filons. Les aventuriers représentent environ 10% des investisseurs.

Manquant généralement de connaissance en placement et surtout ayant très peu confiance en ses propres capacités, le *gardien* est si anxieux que les placements à

risque ne l'intéressent guère. Il recherche les conseils d'un expert ou du conseiller financier à qui il garde une loyauté une fois la confiance établie.

N'ayant guère de confiance en ses propres capacités, la *vedette* accepte très mal que ses performances financières soient inférieures à celles de son entourage. Il est plus préoccupé par le rendement d'un produit de placement que par son risque. Très difficile à conseiller, il n'a souvent pas de stratégie de placement reposant sur des objectifs précis. Conjointement avec les gardiens, les vedettes représentent environ 10% des investisseurs.

Étant en équilibre autant entre la prudence et l'impulsivité que entre la confiance et l'anxiété, le *modéré* (une cinquième classe d'investisseurs) est celui qui ne correspond à aucun des quatre classes précédentes d'investisseurs. Toutefois, lorsqu'on l'interroge sérieusement sur son profil, il finit par se lasser et il se range généralement dans l'une au l'autre des quatre autres classes.

2.2.4. Les systèmes de questionnaire

Plusieurs institutions de gestion de portefeuille ont développé des outils sous forme de questionnaires destinés à déterminer l'attitude d'un investisseur individuel par rapport au risque. Ces outils comportent des questions qui visent à faire ressortir les traits de caractère de l'investisseur dans différentes situations risquées. Il s'agit généralement de systèmes de scores où un nombre de points est attribué à chaque type de réponse, le score de l'investisseur ou le nombre total de point accumulé détermine la classe de risque de l'investisseur. Les investisseurs à qui ce questionnaire est administré doivent faire attention de répondre fidèlement aux questions et non de fournir ce qu'ils conçoivent plutôt comme «les bonnes réponses».

Voici par exemple une question visant à déterminer l'attitude d'un investisseur individuel par rapport au risque :

Supposons que vous veniez de faire un placement de 10 000 \$ et que vous n'ayez pas l'intention de toucher à ces fonds avant dix ans. Vous recevez aujourd'hui votre premier relevé trimestriel et constatez que la valeur de votre placement n'est plus que de 8 800 \$. Que faites-vous (choisissez l'une des réponses ci-après)?

- i. Vous profiterez de cette baisse pour acheter davantage de titres (nouvelle mise de fonds) puisque vous ne vous intéressez qu'à la croissance à long terme de votre placement.
- ii. Vous laissez votre placement tel quel, estimant normal que la valeur du portefeuille fluctue dans le temps.
- iii. Vous allez désormais suivre de très près l'évolution des prix des titres du portefeuille, et vous les vendrez si les cours ne montent pas dans les trois prochains mois.

- iv. Vous vendez immédiatement les titres détenus dans le portefeuille, estimant qu'une telle fluctuation de la valeur du portefeuille est difficile à supporter.

Remarques :

- Aucun système ou modèle n'est à lui seul parfait pour déterminer l'aversion au risque de différents investisseurs individuels. Souvent, la combinaison de différents indices de risque à la bonne connaissance de l'investisseur et au jugement du gestionnaire de portefeuille permettent d'aboutir à une définition plus exacte de l'attitude de l'investisseur par rapport au risque.
- Très souvent, certains investisseurs individuels par excès de confiance, sous-estime leur aversion au rapport au risque; d'autres, par excès de prudence, sur-estime leur intolérance au risque. Le gestionnaire de portefeuille ou le conseiller financier doit pouvoir faire la part des choses et arriver à une juste évaluation de l'aversion au risque puisque de cette dernière dépendent en grande partie les stratégies de gestion, l'allocation de portefeuille et la performance du portefeuille.
- Il faut bien distinguer le niveau de risque que l'investisseur veut assumer du niveau de risque qu'il est capable d'assumer étant donné ses caractéristiques. Il est du devoir du conseiller financier de présenter clairement cette distinction à l'investisseur qui devra trouver un compromis entre sa capacité et sa volonté à assumer le risque.

2.3. LES CONTRAINTES

2.3.1. Horizon de placement

Il est déterminé principalement par la phase du cycle de vie de l'investisseur et par le degré de proximité et la priorité de l'atteinte des objectifs du placement. Ainsi, un investisseur en phase d'accumulation a, à priori, un horizon de placement très long; toutefois, si l'objectif de ses placements est d'accumuler assez d'argent pour procéder à la mise de fonds initiale à l'achat d'une maison dans trois ans, il faudra alors considérer plusieurs phases dans la définition de son horizon de placement. Une première phase, court terme, visant l'accumulation de la mise de fonds pour la maison, et une seconde phase, beaucoup plus longue, correspondant à la phase de son cycle de vie. La considération de différentes phases dans la définition de l'horizon de placement peut être dictée par l'occurrence anticipée de changements importants dans la situation financière de l'investisseur à court ou à moyen terme. On peut ainsi rencontrer des situations qui compteront jusqu'à trois phases dans l'horizon de placement, notamment la phase pré-retraite, la phase de la retraite, et la phase post-retraite par exemple.

2.3.2. Contraintes de liquidité

Elles sont dictées par les besoins d'urgence ou d'encaisse de secours de l'investisseur mais surtout par des besoins de dépenses périodiques liées à l'objet du placement. Par exemple, un investisseur qui doit couvrir tout ou partie de ses besoins courants avec une partie des revenus de ses placements doit imposer cette contrainte de liquidité dans sa politique de placement. Marginn et Tuttle (1994) considèrent les besoins de liquidité suivants d'un investisseur individuel : les besoins de secours ou d'urgence (deux à trois mois de dépenses courantes), les besoins liés à l'objet du placement (plus on s'approche de la date de réalisation de cet objectif, plus liquide doit être le portefeuille), les liquidités pour faire face aux taxes et à l'impôt sur le revenu, et la nécessité d'une flexibilité des placements afin de saisir de nouvelles opportunités d'investissement.

2.3.3. Lois et règlements

Il y a généralement très peu de contraintes légales ou réglementaires relatives aux portefeuilles des investisseurs individuels. Elles découlent généralement de la nature ou du type de compte de placement de l'investisseur. Par exemple, les comptes enregistrés comme ceux admissibles au Régime Enregistré d'Épargne Retraite (REER) ou au Régime d'Épargne-Actions (REA) ou au Régime Enregistré d'Épargne Études (REEE) sont assujettis à différentes contraintes légales et réglementaires relatives, entre autres, aux titres admissibles, à l'importance du contenu étranger dans le portefeuille, aux retraits et ajouts de fonds au portefeuille etc.; les fiducies personnelles sont sujettes à des lois, règlements et statuts qui doivent être pris en considération dans l'élaboration de la politique de placement.

2.3.4. Considérations fiscales

Les considérations fiscales sont d'une grande importance dans l'allocation du portefeuille des investisseurs individuels, surtout ceux dont le taux marginal d'imposition est assez élevé. Pour éviter que le fisc ne gruge la base de capital de l'investisseur, la recherche d'abris fiscaux peut être d'une grande importance dans l'allocation du capital. Il faut considérer le taux marginal d'imposition de l'investisseur, les taux d'imposition des revenus d'intérêt ou de coupons, et le taux d'imposition beaucoup plus faible des gains en capital. Pour des investisseurs ayant différentes sources de revenus ou ayant une situation fiscale complexe, le recours à un fiscaliste pour une bonne planification fiscale peut être suggérée et les conseils ou recommandations de ce dernier doivent être intégrés à la politique de placement.

Nous savons que les gains en capital ne sont imposés que lorsqu'ils sont réalisés, contrairement aux revenus d'intérêt, ce qui offre à l'investisseur la flexibilité de

planifier la réalisation de ses gains.² Les investisseurs individuels doivent toutefois éviter le piège que constitue l'absolu recherche de l'évitement de la réalisation des gains (pour ne pas payer d'impôt!) au risque de conserver des placements qui ont atteint tout leur potentiel d'appréciation ou qui ne correspondent plus aux autres composantes de la politique de placement (absence de diversification du fait d'un placement qui, suite à son appréciation au fil du temps, représente une proportion trop importante du portefeuille).

2.3.5. Circonstances uniques

Elles regroupent les autres caractéristiques de l'investisseur ou de sa situation qui ne peuvent figurer directement dans aucune des sections précédentes. On y retrouve également les désirs exprimés de l'investisseur : désir de léguer une fortune à une personne physique ou morale désignées, désir de réaliser un projet donné, le désir de ne pas investir son argent dans une activité particulière du fait de considérations morales ou éthiques, etc.

3. LA POLITIQUE DE PLACEMENT D'UN FONDS DE PENSION

3.1. DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES DES FONDS DE PENSION

Mis en place par l'employeur et financés par les cotisations des employeurs et des employés, les fonds de pension sont destinés à assurer le paiement des revenus de retraite des employés. L'employeur (entreprises, États, organisations) est le promoteur du fonds de pension, et les employés sont les bénéficiaires.

On distingue généralement deux types ou régimes de retraite : le régime à contributions définies et le régime à prestations définies. Dans un régime de retraite à contributions définies (ou à cotisations déterminées), le promoteur et les employés font des contributions bien définies (généralement un pourcentage fixe de la masse salariale pour l'employeur et du revenu d'emploi pour les employés, ou formules de calcul établies dans le texte du régime). Les cotisations sont fixées, et non les rentes ou les revenus de retraite. Ces derniers vont dépendre de la performance (rendement) du fonds de pension. Par conséquent, les bénéficiaires assument tout le risque des placements du fonds, et tous les surplus leur reviennent. Il faut donc une grande prudence dans allocation du capital du fonds.

² Notons que même les obligations zéro-coupons donnent lieu, sur le plan fiscal, à des flux monétaires annuels négatifs liés à l'impôt sur les intérêts implicites accumulés au cours de chaque année jusqu'à leur échéance.

Dans un régime de retraite à prestations définies (ou régime à rentes déterminées), le promoteur garantit le versement de revenus de retraite bien déterminés aux bénéficiaires quelle que soit la performance du fonds. Les cotisations ou les contributions au fonds peuvent varier en fonction du statut actuariel du fonds (surplus ou déficit actuariel). Le promoteur assume tout le risque du fonds en ce sens que les mauvaises performances du fonds doivent être absorbées par l'employeur à travers des contributions additionnelles. La prudence est également de mise dans l'allocation du capital du fonds, même si l'employeur joue un rôle d'assureur.

Récemment, on a noté le développement de régimes hybrides qui combinent les caractéristiques des fonds à contributions et à avantages définis. Dans ces régimes hybrides, le promoteur garantit le paiement d'une rente minimale aux employés à leur retraite, la performance du fonds étant le déterminant de la partie de la rente au delà du minimum garanti. Le risque de placement est donc partagé entre le promoteur (garantie d'une rente minimale quelle que soit la performance du fonds) et les bénéficiaires (le complément de la rente minimale est en jeu).

Du fait des caractéristiques des fonds de pension à contributions définies, une très grande proportion de leur portefeuille est constituée de titres à capital et revenus garantis. Pour les fonds à avantages définis, environ 80% du fonds est investi dans des actions et dans des titres à revenu fixe. Généralement dispensés d'impôt, la recherche d'abris fiscaux n'est pas une préoccupation dans la gestion du portefeuille des fonds de pension. Par contre, les autorités imposent des restrictions aux titres admissibles dans leur portefeuille : plafonds d'investissement dans des actifs étrangers, interdiction d'investir dans des actifs très risqués (obligations de pacotille).

Il y a d'importants conflits d'intérêt du promoteur : tentation d'utiliser les liquidités du fonds pour l'acquisition de ses propres nouvelles émissions de titres, désir de disposer des surplus surtout dans les régimes à prestations définies. Aussi, met-on en place un comité de retraite composé de représentants de l'employeur et des employés, mais aussi de conseillers et de professionnels externes indépendants. Les services offerts par ce comité sont, entre autres, les conseils d'actuaire, l'élaboration de l'énoncé de politique de placement du fonds, la sélection de gestionnaires de portefeuille et la prise de décisions d'allocation d'actif entre ces gestionnaires, la définition des indices de références, l'évaluation de la performance du portefeuille, appréciation des coûts de gestion du fonds. Le comité peut également commander ou produire des études (recherches) nécessaires à la bonne gestion du fonds. Il est très important de noter que les fonds de pension doivent être gérés exclusivement dans l'intérêt des bénéficiaires.

3.2. LES ÉLÉMENTS DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT

3.2.1. Objectif de rendement

L'objectif de rendement est basé sur *l'approche dite de bilan* qui est guidée par la nécessité de procéder à un appariement entre les flux monétaires engendrés par les actifs du fonds et les nouvelles cotisations d'une part, et les flux monétaires requis par le passif du fonds (versements courants aux bénéficiaires). Il est déterminé par les besoins de liquidité du fonds, l'âge moyen des employés et les besoins actuariels. Ainsi, l'on recherchera une orientation de croissance à long terme du portefeuille si les besoins de liquidité immédiats sont faibles, ou l'âge moyen des travailleurs actuels est bas. On considérera une orientation de génération de revenus et d'appariement de la durée lorsque les besoins immédiats de liquidité sont importants et que les travailleurs actuels sont en moyenne très âgés ou qu'il y a déjà beaucoup d'employés à la retraite. Dans tous les cas, la protection du pouvoir d'achat des prestations versés constitue un important objectif.

3.2.2. Tolérance au risque ou niveau d'aversion au risque

Elle dépend de l'état du fonds (fonds en surplus ou en déficit actuariel), de l'âge moyen des travailleurs, et de la santé financière du promoteur (l'entreprise). Ainsi, le niveau de tolérance (d'aversion) au risque est supérieur (inférieur) à la moyenne si :

- Le fonds dispose de surplus importants, ce qui lui donne la marge pour accepter un risque plus grand sans compromettre les rentes promises aux employés.
- Les travailleurs sont de jeunes âges, d'où un long horizon de placement et peu de besoin de liquidité.
- La santé financière du promoteur est solide (régime à prestations définies), ce qui augmente la valeur de la garantie offerte par ce dernier. Toutefois, il faut s'assurer que l'activité de l'entreprise ne soit pas trop liée à celle des entreprises dont les titres composeront le portefeuille du fonds

3.2.3. Les contraintes

i. Contrainte de liquidité

Elle est fonction de l'âge moyen des travailleurs et des flux monétaires nets (nouvelles contributions par rapport aux prestations versées).

ii. Horizon de placement

Il dépend de l'âge moyen des travailleurs et du statut du promoteur. Il est de long terme voire quasi-infini pour des entreprises en exercice, et limité pour des entreprises en cessation d'activité.

iii. Lois et réglementations

Plusieurs lois et règlements régissent les fonds de pension. Ils visent à assurer la prudence des décisions d'investissement («la règle de l'expert prudent» par exemple commande une grande diversification du portefeuille afin de réduire son risque; exclusion de certaines classes d'actifs considérées spéculatives ou trop risquées) et à éviter des conflits potentiels d'intérêt entre le promoteur et les bénéficiaires.

iv. Considérations fiscales

Les revenus réalisés par les fonds de pension sont exempts d'impôts. Par conséquent, la recherche d'abris fiscaux n'est pas une préoccupation dans l'allocation du portefeuille de ces fonds. Il faut toutefois noter que le retrait de certains surplus ou la maintenance de surplus au delà de certaines limites peuvent faire l'objet d'un traitement fiscal particulier.

v. Circonstances particulières

Dans cette section de la politique de placement, on retrouve les désirs de congé de cotisations du promoteur, la recherche d'une bonification du régime et les effets de la situation particulière du promoteur sur la gestion du fonds (par exemple, une entreprise ayant des activités dans différents pays et qui n'a qu'un seul régime de pension pour l'ensemble de ses employés).

4. POLITIQUE DE PLACEMENT D'UNE FONDATION

4.1. CARACTÉRISTIQUES

Les fondations sont généralement établies pour des hôpitaux, des universités, des musées, etc. Elles utilisent les revenus de placement du capital principal pour financer des activités bien définies pour lesquelles elles ont été mises en place. La plupart des fondations ont une durée de vie illimitée ou très longue.

Dans la gestion du portefeuille d'une fondation, la recherche de la garantie du capital est la principale priorité (afin d'assurer la pérennité de la fondation). La seconde priorité est la stabilité des revenus de placement afin de pouvoir financer les activités pour lesquelles la fondation a été créée. Par conséquent, le portefeuille d'une

fondation comprend généralement des actifs de longues échéances, des actions d'entreprises de grande réputation versant des dividendes réguliers, des obligations corporatives d'excellente cote de crédit et des obligations gouvernementales. Bénéficiant d'exemptions fiscales, la recherche d'abris fiscaux n'est pas une préoccupation pour le portefeuille des fondations.

4.2. LES ÉLÉMENTS DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT

4.2.1. Objectif de rendement

Les fondations visent la recherche d'un équilibre entre le besoin de revenus stables (en valeur réelle) pour financer les activités de la fondation, et la préservation à long terme du capital (en valeur réelle). Une fondation peut, pour financer ses activités courantes, dépenser plus que le montant de ses revenus de placement en liquidant une partie de ses gains en capital. Elle utilise dans ce cas l'approche du rendement total.

Le taux de rendement requis des fonds de la fondation doit être au moins égal au taux de dépenses maximum (financement des activités de la fondation divisé par le capital de la fondation) auquel s'ajoute le taux d'inflation anticipée (préservation du pouvoir d'achat). En général, un taux de dépenses supérieur à 5% met en danger le capital à long terme de la fondation, du fait de l'érosion rapide de ce dernier.

4.2.2. Tolérance au risque

Le niveau de tolérance au risque d'une fondation dépend de l'importance relative des fonds dans le budget total de la fondation. Si le financement provenant du portefeuille ne représente qu'une infime partie du budget des activités de la fondation, alors cette dernière peut tolérer un plus grand niveau de risque sans compromettre la poursuite des activités de la fondation. De plus, lorsque l'horizon temporelle de la fondation est infinie comme c'est souvent le cas, alors une plus grande tolérance au risque s'impose.

4.2.3. Les contraintes

- i. Horizon de placement: Il est généralement long, voire infini sauf pour les fondations dont la nature des activités ou la raison d'être impose un horizon temporel fini. L'horizon de placement peut également comporter différentes phases, en fonction soit d'un ajout important de capital prévu, soit d'un cycle pré-déterminé du taux des dépenses de la fondation.

- ii. **Contrainte de liquidité:** Elle est dictée par le taux de dépenses de la fondation. Généralement, les fondations ont de très faibles besoins inattendus de liquidité. Toutefois, la nature des activités de la fondation et la structure du financement de ces dernières peut commander des besoins d'urgence de liquidité (par exemple, pour combler le manque à gagner d'une campagne de financement désastreuse).
- iii. **Considérations fiscales:** Généralement, les fondations sont exemptes d'impôts. Par conséquent, la recherche d'abris fiscaux n'est pas une préoccupation.
- iv. **Considérations légales et réglementaires:** Du fait de l'exemption fiscale qui leur est accordée, les fondations font généralement l'objet de contraintes réglementaires diverses, en fonction de la nature de leurs activités. Par exemple, un taux minimal de dépenses annuelles peut être imposé par les autorités gouvernementales sous peine de perdre certains avantages fiscaux. Le gestionnaire de portefeuille doit avoir une bonne connaissance des statuts de la fondation. Il est assujéti à la règle de l'investisseur prudent dans la gestion des fonds de la fondation.
- v. **Circonstances particulières:** Généralement, beaucoup d'éléments doivent être précisés, notamment au niveau des considérations éthiques, sociales et environnementales. Par exemple, il serait aberrant de voir une fondation de recherche sur le cancer investir ses fonds dans des actions de Imperial Tobacco ou de Philipps Morris! La nature des activités de la fondation peut commander des restrictions au niveau de certains titres voire des classes d'actif dans le portefeuille.

5. APPLICATIONS

5.1. Application # 1 : Cas d'un investisseur individuel

Mme Tremblay fêtait il y a quelques mois en Floride (États-Unis) son cinquantième anniversaire de mariage avec M. Beausoleil, un charmant monsieur qu'elle avait épousé à 19 ans. Pour l'occasion, le couple était entouré de plusieurs amis. Mme Tremblay et M. Beausoleil n'ont jamais eu d'enfant. À la suite du décès il y a deux mois de M. Beausoleil, Mme Tremblay vient de recevoir un montant de 500 000 \$ correspondant à l'assurance vie de M. Beausoleil. Désormais, elle vit toute seule dans une maison entièrement payée et récemment évaluée à 98 000 \$. Mme Tremblay a toujours voulu que cette maison soit léguée à Sandra, sa chère nièce, qui veut étudier la finance à l'École des Hautes Études Commerciales lorsqu'elle terminera dans deux ans ses études au Collège St-Jean de Brébeuf. Mme Tremblay qui jouit d'une excellente santé, reçoit 5 400 dollars par année de pension-vieillesse du Canada et un maigre revenu de retraite de 3 600 dollars. Même si ces revenus lui permettent de couvrir l'essentiel de ses dépenses courantes évaluées à 10 000 dollars par année, elle ne peut plus réaliser ses nombreux projets de voyage puisqu'elle n'a pas d'autres sources de revenu. «Comment pourrais-je retourner en Floride sans M. Beausoleil», se demandait-elle ?

Question

Élaborez l'énoncé de politique de placement de Madame Tremblay.

5.2. Application # 2 : Cas d'un fonds de pension

L'entreprise Les Tabacs du Québec Inc. offre un régime de retraite à prestations définies à ses employés. Elle avait mis en place l'année dernière son nouveau "programme de départ à la retraite à 55 ans". Plusieurs employés ont décidé récemment de profiter de ce nouveau programme puisqu'il leur accorde l'intégralité de leur prestation (sans aucune pénalité). Vous disposez des informations suivantes sur le fonds de pension :

- Les actifs du fonds de pension sont estimés aujourd'hui à 100 millions de dollars.
- 60% des participants sont maintenant à la retraite et reçoivent leurs prestations.
- L'âge moyen des employés actuels (non-retraités) de l'entreprise est de 45 ans.
- Le taux de rendement réel (avant ajustement pour inflation) requis des placements du fonds est de 5,5% afin de rencontrer les engagements vis à vis des retraités. Le taux d'inflation moyen annuel pour les prochaines années est estimé à 2%.
- À ce jour, le fonds n'enregistre aucun surplus ni de déficit. Toutefois, l'entreprise Les Tabacs du Québec aimerait réduire ses contributions au régime dans le futur.

Le portefeuille actuel du fonds de pension est réparti comme suit :

Classe d'actifs	Proportion dans le portefeuille	Rendement espéré de la classe d'actif	Risque (écart type) de la classe d'actif
Encaisse	2%	4%	3%
Obligations canadiennes	30%	6%	8%
Obligations américaines	0%	7%	11%
Actions canadiennes	60%	10%	16%
Actions américaines	8%	12%	22%

- A) Formulez les éléments suivants de la politique de placement du fonds de pension des employés des Tabacs du Québec: Objectif de rendement, tolérance au risque, horizon de placement, contrainte de liquidité.
- B) Évaluez la composition du portefeuille actuel du fonds de pension en faisant des propositions précises de maintien, d'augmentation ou de diminution des proportions allouées à chaque classe d'actif dans le portefeuille. Justifiez vos recommandations.