



Stratégies d'investissement

Au-delà des approches traditionnelles de gestion d'actions : assouplir la contrainte des positions acheteur seulement

Les faibles rendements et l'évolution des attentes à long terme ont conduit les investisseurs institutionnels à explorer un éventail de stratégies non traditionnelles dans le but d'améliorer leurs rendements, de gérer la volatilité et de mieux utiliser l'expérience de leur gestionnaire de fonds. La vente à découvert est l'une de ces stratégies. Lorsqu'elle est appliquée à un portefeuille d'actions, elle peut permettre à des gestionnaires compétents de faire un meilleur usage de leurs prévisions, favorables ou défavorables, pour les titres à leur portée, et de mieux répartir les capitaux dans leurs portefeuilles. Dans cet article, nous expliquerons le concept de la vente à découvert, ou « vendre court », et pourquoi on peut la considérer comme l'étape suivante normale pour augmenter une part attribuée traditionnellement aux actions. Nous examinons comment vendre à découvert peut compléter une gestion active et nous précisons certains facteurs à considérer pour les investisseurs institutionnels qui envisagent d'autoriser leur gestionnaire de fonds à vendre des actions à découvert et d'assouplir ainsi la contrainte des positions acheteur seulement imposée par les mandats de gestion d'actions traditionnels.

Les approches traditionnelles d'investissement en actions visent à surpasser l'indice de référence désigné grâce à des sous-pondérations et des surpondérations en actions, généralement de la façon suivante :

1. Détenir des actions capables de générer des rendements positifs.
2. Éviter les actions qui pourraient produire des rendements négatifs.
3. Combiner les étapes 1 et 2 ci-dessus pour créer un portefeuille qui vise des rendements supérieurs à ceux de l'indice de référence désigné.

Cette façon de caractériser est simpliste, mais elle fournit un point de départ raisonnable aux investisseurs intéressés à aller au-delà de cette méthode en accordant à leur gestionnaire une plus grande liberté d'expression par la voie de la vente à découvert.

Vendre à découvert, complément naturel de la gestion active traditionnelle

Lorsqu'un gestionnaire de fonds construit un portefeuille de la façon traditionnelle décrite ci-dessus, il exprime ses prévisions concernant une action en surpondérant (prévision favorable) ou sous-pondérant (prévision défavorable) ses placements dans ce titre par rapport à la part attribuée dans l'indice de référence. Nous pouvons ainsi



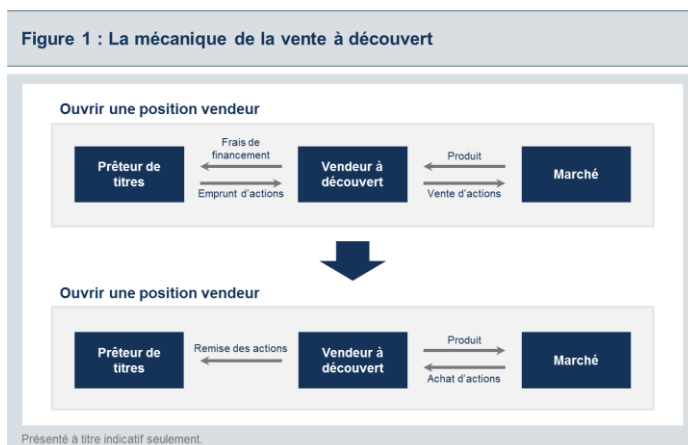
évoquer les positions surpondérées comme les « positions acheteur » du gestionnaire et les positions sous-pondérées comme ses « positions vendeur ».

Cette simplification à l'extrême sert à souligner le fait que les investisseurs institutionnels ayant des mandats traditionnels sont déjà exposés à des décisions actives concernant des positions vendeur ou acheteur à l'égard d'une action, dans le contexte limité de l'actionnariat. Pour les investisseurs prêts à envisager une réduction de la contrainte des positions acheteur seulement, nous estimons que la vente à découvert constitue un prolongement naturel de cette approche. D'instinct, nous pensons qu'elle propose un processus d'investissement plus équilibré en donnant la possibilité d'exprimer également des prévisions favorables et défavorables.

Qu'est-ce que la vente à découvert?

En termes simples, vendre à découvert signifie vendre une action que vous ne détenez pas dans l'espoir que son cours va descendre et que vous puissiez la racheter à un prix inférieur au moment de fermer votre position. Le but de la vente à découvert est donc de réaliser un profit sur la baisse du cours d'un titre. Évidemment, si le cours de l'action monte, vous devrez liquider cette position à perte (en rachetant le titre à un prix supérieur à celui de la vente); il faut donc faire en sorte de minimiser ce risque.

Lors d'une vente à découvert, un investisseur emprunte un titre et le vend immédiatement sur le marché dans l'intention de le racheter à un cours absolu ou relatif plus bas, par la suite. Le gain d'une vente à découvert est le contraire de celui d'un investissement traditionnel à couvert : le vendeur à découvert cherche à obtenir un gain en *vendant* des titres dont *la valeur va baisser*, tandis que l'investisseur à couvert *détient* des actions dont *la valeur va augmenter*. La figure 1 illustre le processus d'une vente à découvert type.



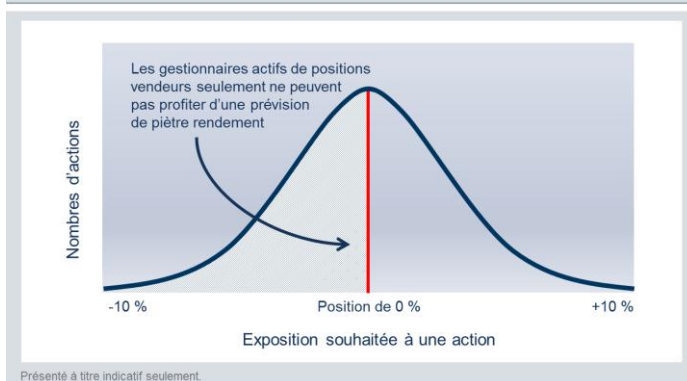
Les avantages de la vente à découvert

Comme nous l'avons mentionné, l'un des objectifs de la vente à découvert consiste à obtenir un rendement supplémentaire en permettant au gestionnaire financier d'exprimer son point de vue défavorable à l'égard d'une action en particulier plus concrètement qu'en ne lui attribuant qu'une pondération nulle dans le portefeuille. Ainsi, la réduction de la contrainte des positions acheteur seulement procure au gestionnaire l'accès à un éventail plus large d'occasions d'investir, elle crée une meilleure symétrie entre les expositions du portefeuille (en particulier pour les actions de sociétés à petite capitalisation) et améliore l'efficacité globale de la répartition du capital.

1. Des occasions plus vastes

Vendre à découvert étend les possibilités accessibles à un gestionnaire en lui permettant de tirer profit à la fois des positions acheteur en actions qui offrent de bons rendements et des positions vendeur en actions qui affichent un rendement médiocre. Dans un portefeuille composé seulement de positions acheteur, le gestionnaire peut en théorie investir tout l'actif dans une même action, la plus petite pondération possible étant 0 %. Ceci signifie que la plus grande position sous-pondérée possible que peut prendre un gestionnaire correspond à la taille de cette pondération dans l'indice de référence; par exemple, pour une action ayant une pondération de 0,10 % dans l'indice, la surpondération que le gestionnaire peut donner à cette action est de 0,10 % en n'en détenant aucune. Par conséquent, un gestionnaire traditionnel qui a une prévision défavorable à l'égard d'une action est limité à ne pas détenir ce titre, évitant ainsi de perdre de l'argent, mais il ne peut profiter davantage de sa certitude que le cours de cette action va baisser.

Figure 2 : Occasion manquée : les actions qui ne peuvent être vendues à découvert



La figure 2 illustre ce concept. Nous montrons ici la distribution d'un univers d'actions par rapport à l'exposition absolue souhaitée par un gestionnaire pour ces actions. Le trait rouge représente la pondération minimale (soit 0 %) qu'un gestionnaire peut détenir dans un portefeuille de positions acheteur seulement et le trait bleu représente la distribution des actions et les expositions souhaitées par le gestionnaire. Parce

qu'un gestionnaire ne peut détenir moins que 0 % d'un même titre, toute l'information sur la baisse de valeur des actions située à gauche du trait rouge est évidemment inutile.

Éviter une action dont on est certain que la valeur chutera peut positionner le portefeuille avantageusement par rapport à son indice de référence, mais nous sommes incapables de réaliser des profits grâce à la certitude de cette baisse si on ne peut vendre à découvert. Lorsqu'il est permis de vendre à découvert, les possibilités de plus-value s'élargissent et un gestionnaire peut activement exprimer une gamme plus complète d'avis sur des placements.

2. Une meilleure symétrie parmi les possibilités offertes par les actions de sociétés à petite et moyenne capitalisation

Les arguments qui plaident en faveur de la réduction de la contrainte des positions acheteur seulement sont particulièrement forts lorsqu'un gestionnaire travaille dans un univers de placements dominé par une poignée d'actions de sociétés à grande capitalisation. La distribution des pondérations de titres dans l'indice S&P 500, indice de référence fréquemment utilisé par les gestionnaires actifs de portefeuille d'actions américaines, souligne ce problème (figure 3). Plus de 80 % des titres de cet indice ont une pondération de moins de 0,25 %. Le simple fait d'éviter les rendements négatifs d'une action de société à petite capitalisation a une incidence limitée dans ce contexte vaste mais biaisé.

En outre, les cinq titres les moins performants de l'indice S&P 500 en 2013 (mis en relief à la figure 4) avaient chacun une pondération inférieure à 0,20 % au début de l'année, et la plupart sont des titres de sociétés reconnues. Même si le simple fait d'éviter ces actions aurait permis d'ajouter une certaine valeur par rapport à l'indice de référence, un gestionnaire compétent utilisant les perspectives défavorables à l'égard de l'une ou l'autre de ces sociétés au début de l'année aurait pu réaliser davantage de profits en les vendant à découvert.

Dans un portefeuille de positions acheteur seulement, une exposition à des titres de sociétés à petite et moyenne capitalisation peut devenir asymétrique; en d'autres termes, des positions largement surpondérées sont possibles, mais l'amplitude de chacune est contenue. Prenons par exemple un détaillant bien connu comme JC Penney Company Inc. (JC Penney) à la figure 4 ci-dessus, qui occupe une petite part de l'indice de 0,02 %. Un gestionnaire de positions acheteur seulement dont l'opinion sur JC Penney est particulièrement défavorable est limité à ne pas détenir ce titre, vendant à découvert environ 0,02 % par rapport à l'indice. Un autre gestionnaire de positions acheteur seulement qui est très optimiste à l'égard de la même société peut d'une façon réaliste investir jusqu'à 10 % du portefeuille¹ dans ce titre, le surpondérant d'environ 9,98 % par rapport à l'indice de référence.

Comme le montre la figure 5, l'asymétrie entre les pondérations actives acceptables dans les portefeuilles traditionnels composés seulement de positions acheteur est plus profonde dans le cas des actions de sociétés à petite capitalisation, comme JC Penney dans notre exemple, pour lesquelles la surpondération maximale (+9,98 %) est environ 500 fois plus grande que la sous-pondération maximale (-0,02 %).

Figure 3 : Distribution des pondérations d'un indice boursier (S&P 500)

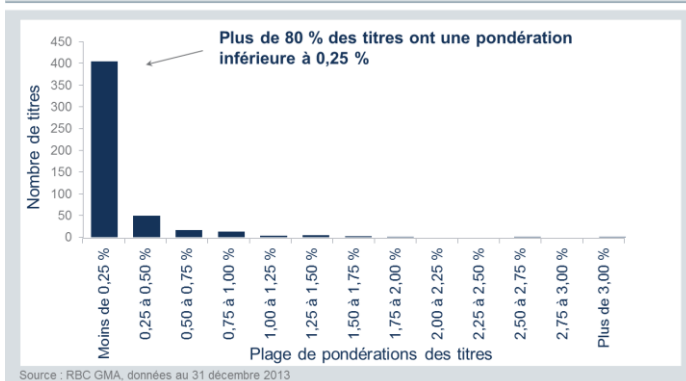
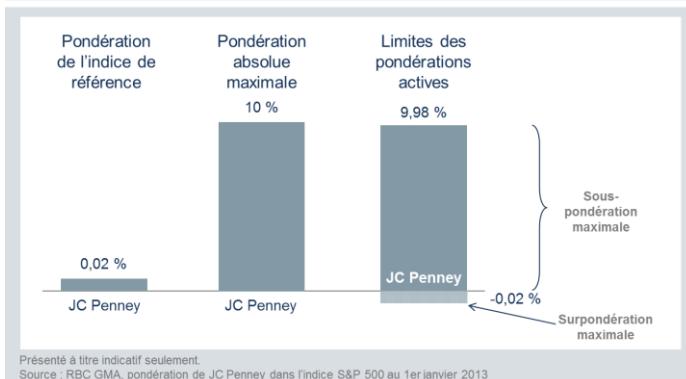


Figure 4 : Pires rendements boursiers en 2013 (indice S&P 500)

Société	Secteur	Pondération (1er janv. 2013)	Prix (1er janv. 2013)	Rendement
JC Penney	Biens de consomm. cycliques	0,02 %	19,72 \$	-49,21 %
Newmont Mining Corp	Matières	0,18 %	46,44 \$	-47,77 %
Cliffs Natural Resources	Matières	0,04 %	38,56 \$	-30,53 %
Abercrombie & Fitch Company	Biens de consomm. cycliques	0,03 %	47,97 \$	-28,89 %
Edwards Lifesciences Corp	Soins de santé	0,08 %	90,17 \$	-27,07 %

Figure 5 : Asymétrie de l'exposition aux actions de sociétés à petite capitalisation



¹ En supposant une limite type de 10 % d'un même émetteur prévue par la politique de placement.

Les actions de sociétés à petite et moyenne capitalisation représentant souvent le segment le moins efficace du marché, permettre à un gestionnaire actif de vendre des titres à découvert peut grandement améliorer sa capacité à tirer parti des prévisions défavorables dans ce segment.

3. Répartition plus efficace du capital

La répartition des capitaux dans une stratégie traditionnelle à positions acheteur seulement signifie que le gestionnaire doit financer les positions surpondérées à l'aide des fonds provenant des positions sous-pondérées du portefeuille.

La figure 6 illustre deux titres, ceux de JC Penney et d'Apple, à leur pondération indicielle et à une pondération absolue maximale permise que l'on suppose de 10 % chacun. La figure montre également la fourchette des pondérations actives permises que peut établir le gestionnaire pour chacun des titres.

Comme à la figure 5, le gestionnaire n'est pas optimiste à l'égard de JC Penney, mais avance des perspectives favorables

pour Apple et établit une pondération cible de 10 %. Pour financer cette position surpondérée, le gestionnaire doit toutefois puiser des fonds d'un autre titre. Malgré son pronostic défavorable à l'égard de JC Penney, le gestionnaire ne peut pas libérer plus que 0,02 % de fonds à appliquer à sa position surpondérée dans Apple, en ne détenant aucun titre de JC Penney. Tout comme JC Penney dans cet exemple, la majorité des titres de la plupart des indices repères ont de très petites pondérations et donc le gestionnaire prendra sans doute une voie plus facile et prélèvera l'argent pour financer sa surpondération dans Apple en réduisant quelques plus gros placements en titres plus liquides de l'indice de référence, où trouver du capital est souvent plus facile.

Le gestionnaire prend ainsi des décisions actives dans le secteur le plus efficace du marché, où obtenir un avantage peut se révéler plus ardu – les actions à forte capitalisation sont souvent plus recherchées et peuvent offrir moins d'erreurs d'évaluation à exploiter. Or, ceci limite les possibilités de profiter des opinions défavorables dans le secteur plus petit et moins efficace du marché où l'alpha est généralement plus abondant (celui des actions de sociétés à petite capitalisation comme JC Penney). Par conséquent, la capacité du gestionnaire à exprimer ses opinions avec précision avec les actions de sociétés à plus grande capitalisation est biaisée s'il cherche à réunir des fonds dans ce segment du marché, ce qui peut conduire à des décisions de répartition du capital moins rentables, dans un portefeuille traditionnel.

Lorsqu'on assouplit la contrainte des positions acheteur seulement, il peut être plus facile de financer de grandes positions surpondérées, souvent grâce à des positions vendeur dans le secteur des sociétés à petite capitalisation, autorisant le gestionnaire à exprimer ses prévisions à l'égard des actions de sociétés à plus grande capitalisation avec plus de précision.

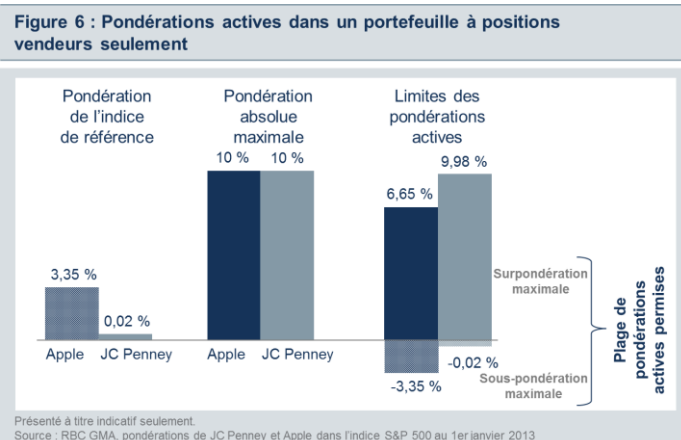
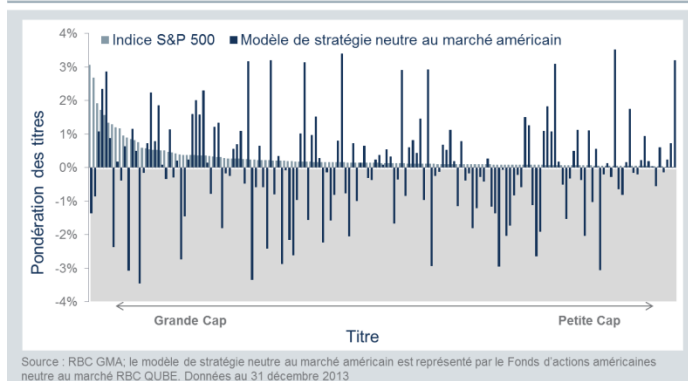


Figure 7 : Retrait de la contrainte de positions vendeur seulement



À la figure 7, la pondération des titres dans un modèle de stratégie neutre au marché² est élaborée par rapport à celle des mêmes titres dans l'indice S&P 500 afin de démontrer comment le gestionnaire d'une stratégie neutre au marché d'actions peut utiliser la vente à découvert pour établir des pondérations actives qui représentent fidèlement ses prévisions.

Les traits sombres du graphique représentent les pondérations actives du gestionnaire dans l'univers des actions, tant les positions acheteur (au-dessus de l'axe des X) que les positions vendeur (sous l'axe des X – zone ombragée). Quand on autorise la vente à découvert, le gestionnaire jouit de la souplesse nécessaire pour traduire ses prévisions sur le rendement des actions en pondérations actives du portefeuille, dans tout l'éventail des capitalisations boursières.

Vendre à découvert élargit la gamme des possibilités dont dispose le gestionnaire pour exploiter ses opinions sur les placements et permet une correspondance plus étroite entre les pondérations du portefeuille et les prévisions sur les actions. En outre, la vente à découvert lui permet de mieux positionner le portefeuille dans le secteur moins efficace des actions de sociétés à plus petite capitalisation et peut ainsi améliorer l'efficacité de la répartition du capital lors de la construction du portefeuille.

Facteurs à considérer pour les investisseurs institutionnels

Les avantages de permettre la vente à découvert dans un mandat de gestion active d'actions sont séduisants; ils fournissent aux investisseurs institutionnels une foule de nouveaux facteurs à considérer. Autoriser la vente à découvert dans un portefeuille influence la gouvernance des placements d'une organisation et ses politiques de surveillance, de même que son processus de sélection des gestionnaires. Les investisseurs institutionnels doivent aussi reconnaître l'importance de s'assurer (dans la mesure du possible) que leurs gestionnaires possèdent les compétences nécessaires pour mettre en œuvre ces stratégies et qu'ils maîtrisent les processus et la structure afin de pouvoir réduire les risques supplémentaires.

Les fiduciaires et les comités de placement doivent être à l'aise avec le concept de l'emprunt de titres, l'instauration d'un levier financier implicite brut, le risque de contrepartie et la possibilité théorique de pertes illimitées que les investisseurs doivent associer à la vente à découvert d'actions.

² Une stratégie d'investissement neutre au marché est une stratégie qui permet à un gestionnaire de vendre des titres à découvert pour une valeur équivalente de positions acheteur dans le but de réduire au minimum l'exposition au risque de marché. Ce type de stratégie vise des rendements qui ne dépendent pas des fluctuations du marché et isole les habiletés des gestionnaires actifs dans le domaine du choix des titres et de la construction des portefeuilles, dans le cadre d'un mandat sans contrainte.

Ci-dessous nous examinons le risque pratique de « perte illimitée » théorique et nous fournissons une liste des facteurs à considérer pour les fiduciaires qui envisagent de prendre des mandats autorisant la vente à découvert dans leurs portefeuilles.

Le risque de « pertes illimitées »

Le risque de perte illimitée dans une position à découvert inquiète souvent les investisseurs qui songent à assouplir la contrainte des positions acheteur seulement. Nous pensons qu'en pratique, un portefeuille correctement diversifié dans le cadre d'une gestion rigoureuse du risque peut aider à réduire et à contenir de telles pertes.

Cela étant dit, en théorie, les risques sont effectivement plus élevés. Dans le cas où un investisseur institutionnel détient un titre (position acheteur) dans le cadre d'un mandat traditionnel de gestion active, ses pertes se limitent au montant de son investissement initial (puisque la valeur d'une action ne peut pas chuter plus bas que zéro). En revanche, les pertes sur une position de vente à découvert surviennent lorsque le cours d'un titre vendu à découvert augmente et, comme il n'y a aucun concept de limite supérieure sur le cours d'un titre, les pertes peuvent être théoriquement illimitées.

Mais à quel point ce risque est-il réel? Pour mieux comprendre la probabilité de pertes illimitées, nous avons examiné la fréquence de bonds extrêmes des cours boursiers de trois principaux indices : l'indice composé S&P/TSX, l'indice S&P 1500 et l'indice MSCI Monde. Sur 18,5 millions d'observations, il y a eu seulement 29 cas où la valeur d'une action a doublé et seulement 3 cas où le cours a triplé en une seule journée (figure 8)³.

Figure 8 : Les plus gros gains boursiers en une seule journée

Date	Company	Index	Daily Return
23 février 2009	Nova Chemicals	Indice composé S&P/TSX	290 %
21 mars 2003	Getronics	Indice MSCI Monde	221 %
27 novembre 1998	Books-a-Million	Indice S&P 500	200 %

Sources : RBC GMA, Bloomberg

Du point de vue le plus extrême, en supposant une position vendeur maximale de 5 % et aucune fluctuation de la valeur des autres placements du portefeuille, il aurait fallu que la valeur d'un titre grimpe de 2100 % (21 fois) en un seul jour pour que le capital de l'investisseur soit complètement érodé – et encore, ceci est fondé sur l'hypothèse peu probable où le gestionnaire n'entreprend aucune mesure pour réduire le risque pendant les mouvements du cours.

Cet exemple, illustrant le risque d'une seule action dans un portefeuille, certes instructif, ne permet pas de bien voir les interactions qui surviendraient entre les autres titres dans un véritable portefeuille de positions acheteurs/vendeurs. Pour aborder cette réalité, nous avons cherché les pires rendements, au cours d'un mois donné, des indices comportant des stratégies neutres au marché (des stratégies qui tentent d'éliminer le risque de marché et de simplement tirer profit d'un choix de titres et de secteurs dans les segments acheteurs et vendeurs du portefeuille) et des

³ Ce tableau montre les trois gains quotidiens les plus élevés parmi les titres de l'indice composé S&P/TSX entre janvier 1984 et décembre 2013, de l'indice MSCI Monde entre mars 2002 et décembre 2013 et de l'indice S&P 1500 de janvier 1984 à décembre 2013.

stratégies de couverture d'actions (des stratégies qui conservent habituellement une tendance longue tout en gardant un niveau constant de positions vendeur dans le portefeuille).

Les résultats illustrés à la figure 9 démontrent que les stratégies acheteur-vendeur connaissent dans un seul mois des pertes beaucoup plus faibles que les indices à positions acheteur seulement. Fait important, les pertes d'un seul mois subies avec les stratégies neutres au marché (où une position vendeur est équilibrée par une position acheteur équivalente) étaient nettement moins élevées.

En outre, la figure 10 met en évidence le fait que la capacité de vendre à découvert peut améliorer le rendement ajusté selon le risque prévu dans un mandat de gestion active. Les rendements annualisés et les mesures de risque des indices des stratégies neutres au marché et des stratégies de couverture d'actions conduisent à des profils risque-rendement plus intéressants, comme l'indique leur ratio de Sharpe respectif⁴. Le tableau de la figure 10 montre que les rendements à long terme sont attrayants et que la volatilité est largement plus faible dans les deux cas. Ceci appuie la notion voulant que la vente à découvert peut aider à réduire la volatilité du portefeuille dans des mandats traditionnels de gestion active.

Figure 9 : Les pires rendements en un seul mois

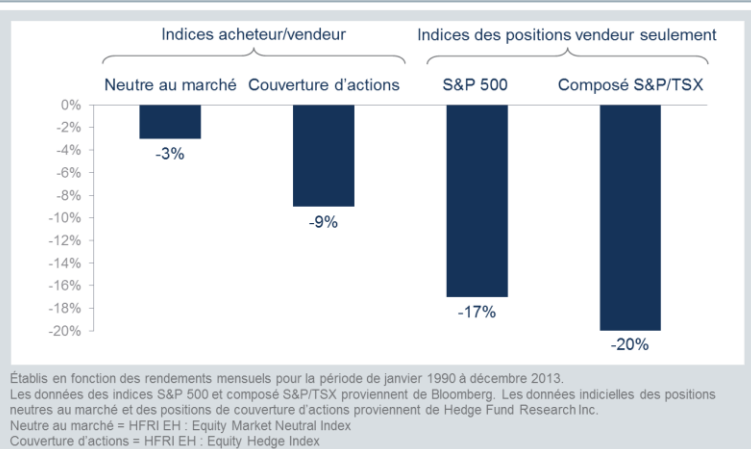


Figure 10 : Profil risque-rendement historique : indice acheteur/vendeur vs indice traditionnel vendeur seulement

Stratégie	Rendement annualisé	Volatilité annualisée ¹	Ratio de Sharpe	Pire mois	Réduction maximale
Neutre au marché	6,8 %	3,2 %	1,2	-2,9 %	-9,2 %
Couverture d'actions	12,8 %	9,1 %	1,1	-9,5 %	-30,6 %
Indice S&P 500	9,5 %	14,9 %	0,4	-16,8 %	-50,9 %
Indice composé S&P/TSX	7,9 %	14,8 %	0,3	-20,1 %	-43,3 %

Sources : RBC GMA, Hedge Fund Research Inc.
 Neutre au marché = HFRI EH - Equity Market Neutral Index
 Couverture d'actions = HFRI EH - Equity Hedge (Total Return) Index
 Rendements pour la période du 1er janvier 1990 au 31 décembre 2013
 1. Comme mesuré par l'écart-type annualisé des rendements mensuels.

⁴ Le ratio de Sharpe mesure les rendements corrigés en fonction du risque; il indique le rendement excédentaire par rapport à un taux hors risque obtenu d'une stratégie par unité de risque assumé (tel que mesuré par l'écart-type). Pour les besoins de ce calcul, nous avons supposé un taux hors risque de 3 % (basé sur le rendement annualisé de l'indice des bons du Trésor à trois mois de Citigroup pour la période établie).

Facteurs à considérer pour les fiduciaires et les comités de placement

Permettre à un gestionnaire de vendre à découvert peut favoriser les rendements sur un investissement, mais cette méthode ajoute des risques et des exigences. En plus du risque perçu de pertes illimitées (abordé précédemment), nous énumérons ci-dessous d'autres facteurs à considérer par les investisseurs institutionnels qui explorent l'occasion qu'offre l'assouplissement de leur mandat.

Gouvernance et surveillance :

Il est nécessaire de revoir les politiques et procédures de gouvernance et de surveillance pour s'assurer qu'elles permettent l'élargissement des mandats actifs au-delà de l'univers traditionnel des positions acheteur seulement.

Levier financier :

Les stratégies qui prévoient la vente à découvert ont en général un effet de levier supérieur à un, puisque les positions vendeur sont implicitement utilisées pour financer les positions acheteur.

Coût :

Il s'agit de stratégies plus complexes, souvent assorties de coûts d'exploitation et de frais de gestion de placements (qui comprennent souvent des commissions de performance) plus élevés.

Liquidités :

La plupart des stratégies acheteur-vendeur n'offrent pas de liquidités quotidiennes, comme le font normalement les mandats traditionnels. On voit plus souvent des liquidités hebdomadaires ou mensuelles dans les structures groupées.

Risque de contrepartie :

Les contreparties facilitent le prêt et l'emprunt de titres, et il est important de s'assurer qu'elles ont les reins solides financièrement et que les ententes sont claires sur la façon dont sont utilisés les biens donnés en garantie et comment ils sont garantis et classifiés.

Emprunt de titres :

La capacité d'emprunter des titres et des liquidités est un facteur important à considérer : ce ne sont pas tous les titres qui peuvent être empruntés et ceux qui sont vendus à découvert peuvent être « rappelés » par le prêteur à tout moment, quelle que soit la situation de l'emprunteur à ce moment.

Comprendre les buts et les objectifs :

Il est essentiel de prévoir une formation des membres du conseil et des comités, car les investisseurs institutionnels se voient offrir un vaste éventail de stratégies acheteur-vendeur qui peuvent convenir individuellement ou dans le cadre d'une démarche de réduction du risque ou d'investissement guidé par le passif, selon les buts et objectifs du portefeuille.

Conclusion

Assouplir la contrainte des positions acheteur seulement peut se révéler comme la prochaine étape normale pour un portefeuille d'actions limité aux positions acheteur et géré activement. Les pondérations actives d'un gestionnaire traditionnel constituent déjà l'expression de ses prévisions favorables et défavorables; ajouter la vente à découvert à son répertoire élargit l'éventail des possibilités offertes et accroît l'efficacité avec laquelle il peut mettre en œuvre ses opinions.

Lorsqu'ils envisagent d'assouplir un mandat dans ce sens, les investisseurs institutionnels doivent savoir que la vente à découvert accroît la complexité des processus de gestion et de gouvernance des placements. Mais la vente à découvert utilisée correctement, de manière disciplinée et en connaissant les risques, a le pouvoir d'améliorer la capacité d'un gestionnaire à générer des rendements excédentaires et de bonifier les résultats ajustés en fonction du risque.

Vu le difficile contexte d'investissement actuel, nous pensons qu'il est dans l'intérêt de plusieurs investisseurs institutionnels de chercher au-delà des stratégies traditionnelles de gestion des actions et d'envisager d'assouplir la contrainte des positions acheteur seulement.

Pour de plus amples détails, veuillez communiquer avec votre gestionnaire de portefeuille institutionnel PH&NGP, ou composez le 1 855 408-6111 ou encore écrivez-nous à institutions@phn.com.

VANCOUVER

Waterfront Centre
20^e étage
200, rue Burrard
Vancouver (Colombie-Britannique)
V6C 3N5 Canada

CALGARY

Alberta Stock Exchange Tower
620 – 300 5^e Avenue S.-O.
Calgary (Alberta)
T2P 3C4 Canada

TORONTO

155, rue Wellington Ouest
22^e étage
Toronto (Ontario)
M5K 3K7 Canada

MONTRÉAL

1, Place Ville Marie
6^e étage, Aile nord
Montréal (Québec)
H3B 1Z5 Canada

Ce document est fourni par Phillips, Hager & North gestion de placements (PH&NGP) à titre d'information uniquement; il ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&NGP. Il ne constitue pas un avis professionnel et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

PH&NGP prend des mesures raisonnables pour offrir des informations qu'elle considère comme à jour, exactes et fiables, au moment de mettre sous presse. L'information obtenue de tiers est considérée comme digne de foi, mais aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite par PH&NGP, ses sociétés affiliées ou toute autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. Nous déclinons toute responsabilité quant à des erreurs ou des omissions, quelles qu'elles soient. Les points de vue et opinions exprimés dans le présent document sont ceux de PH&NGP et peuvent changer sans préavis. Cette information ne doit pas être considérée comme une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat de titres ni pour se prévaloir ou s'inscrire à des services.

Les investissements dans des fonds communs de placement peuvent comporter des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire la notice d'offre du fonds avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas couverts par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts. La valeur des parts des fonds communs de placement fluctue souvent. Les rendements antérieurs peuvent ne pas être répétés.

Les placements dans des fonds alternatifs sont spéculatifs et assortis d'un risque important de perte de la totalité ou d'une part considérable de votre investissement. Fonds alternatifs : (i) peuvent avoir recours à l'effet de levier et à d'autres pratiques d'investissement spéculatif pouvant accroître le risque de perte sur placements; (ii) peuvent présenter une grande illiquidité; (iii) n'ont pas l'obligation de fournir périodiquement des prix ou de l'information sur les évaluations aux épargnants, et (iv) ne sont pas soumis aux mêmes exigences en matière de réglementation que les fonds communs de placement offerts par voie de prospectus. En évaluation la pertinence de ces placements, les épargnants doivent considérer avec prudence leur situation personnelle, notamment l'horizon de placement, la liquidité nécessaire, la taille du portefeuille, le revenu, les connaissances en matière d'investissement et l'attitude à l'égard des fluctuations de prix. Les épargnants doivent consulter leur conseiller professionnel pour les questions fiscales, comptables, juridiques ou financières avant de décider si les fonds dont il est question dans ce document constituent un placement approprié pour eux-mêmes.

PH&NGP est une division de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., une filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de la Banque Royale du Canada. Utilisées sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2014. Date de publication : le 31 octobre 2014. IC1409469

