

## Information sur les placements

# Compréhension de la part active

La part active sert à mesurer la différence entre les titres en portefeuille et ceux de son indice de référence. Elle indique également le degré d'« activité » d'un gestionnaire de placements actif dans le cadre de la gestion d'un portefeuille. Une étude réalisée en 2009 sur la part active a suscité énormément d'attention de la part des investisseurs, des gestionnaires de placements, des conseillers et même des organismes de réglementation, mais nous considérons que ce degré d'attention est quelque peu inapproprié. Nous croyons que bien que la part active soit une mesure utile dans certains cas, elle peut mener à des conclusions erronées.

Dans ce court article, nous décrivons brièvement la part active et son bien-fondé, puis examinons trois problèmes dont les investisseurs devraient être conscients quant à son interprétation. Plus précisément, en tant que mesure seule, une part active ne permet pas d'obtenir une vue d'ensemble du risque actif dans un portefeuille, les parts actives ne sont pas comparables sur les plans de la géographie et des segments de marché et une part active peut mesurer la taille des positions relatives d'un gestionnaire de placements, mais pas ses compétences ni son efficacité (ou le rendement obtenu pour le risque pris).

L'objectif ultime du présent article est de fournir une représentation équilibrée du bien-fondé et des lacunes que comporte une part active pour mesurer une gestion active.

### **Qu'est-ce que la part active?**

La part active est une mesure de la différence entre les titres en portefeuille et ceux de son indice de référence. Mathématiquement, il s'agit de la somme de la différence entre la pondération de chaque action que contient le portefeuille et sa pondération dans l'indice de référence, divisée par deux. Un portefeuille qui reproduit l'indice a une part active de zéro, alors qu'un portefeuille qui ne détient que des titres qui ne sont pas compris dans l'indice de référence a une part active de 100. Bien qu'il soit possible de calculer la part active d'un portefeuille de placements à revenu fixe, cette mesure est essentiellement utilisée pour les actions.

L'avantage de la part active, c'est sa simplicité. Elle se calcule facilement et n'exige pas de modèle spécial ou d'hypothèse, comme c'est le cas de mesures comme l'indicateur de déviation (ex ante) ou la valeur à risque. Nous utilisons notamment la part active dans le cadre de la surveillance des mandats de placement au sein de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. depuis de nombreuses années.

La mesure a d'abord été présentée dans un rapport de recherche à grand tirage publié en 2009<sup>1</sup> qui laissait entendre que la part active est un indicateur de rendement futur et affirmait que les gestionnaires dont la part active est plus élevée offraient un meilleur rendement à long terme que ceux dont la part active était plus faible. Bien qu'une recherche ultérieure<sup>2</sup> utilisant les mêmes données ait soulevé un doute sérieux quant à cette conclusion, les investisseurs, les experts-conseils et même les organismes de réglementation continuent d'accorder une grande attention à cette seule mesure. Les gestionnaires de placements dont la démarche entraîne une part active élevée par rapport à leur indice de référence ont continué de souligner ce point dans leurs documents de marketing, ce qui n'a rien de surprenant.

Dans les trois sections ci-après, nous expliquons en détail pourquoi une grande partie de cette attention est injustifiée.

### ***Une mesure utile parmi tant d'autres***

Quelle mesure définit à elle seule la réussite d'un joueur de hockey? Le nombre de buts marqués? Le nombre de points gagnés? Le nombre de parties remportées au cours d'une saison, des séries éliminatoires ou d'une carrière? Le nombre de Coupes Stanley gagnées?

Dans un même ordre d'idées, quelle mesure statistique décrit le mieux un ensemble de données? Sa moyenne? Sa médiane? Son écart-type? Son asymétrie? Bien entendu, la réponse dépend de ce que vous souhaitez savoir exactement au sujet de l'ensemble de données et jusqu'à quel point vous voulez le décrire.

La part active décrit une différence des titres entre un portefeuille et son indice de référence, toutefois :

- elle n'est aussi qu'un aperçu à un moment précis. Un gestionnaire peut raisonnablement vouloir prendre davantage de risques lorsqu'il perçoit de nombreuses possibilités, mais moins lorsque ce n'est pas le cas, la part active d'un portefeuille peut donc être très différente à divers moments;
- ce ne sont pas toutes les différences des titres entre un portefeuille et un indice qui auront la même incidence sur le rendement relatif. Une surpondération de 2 % des actions à forte capitalisation affichant un bêta semblable à celui du marché n'aura pas du tout la même incidence sur le rendement relatif qu'une surpondération de 2 % dans un marché volatil de ressources naturelles ou de valeurs technologiques;
- deux portefeuilles ayant des parts actives identiques, mais différentes activités boursières peuvent se comporter tout à fait différemment. Un gestionnaire peut fort bien obtenir un rendement considérable d'opérations faites pour profiter d'une occasion, mais la part active ne peut saisir ce fait.

<sup>1</sup> Cremers et Petajisto, *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance* (31 mars 2009).

<sup>2</sup> Frazzini, Friedman et Pomorski, *Deactivating Active Share* (22 avril 2015).

Nous croyons que les investisseurs devraient comprendre la démarche du gestionnaire, puis surveiller les mesures statistiques qui sont les plus pertinentes aux fins de la stratégie qu'il adopte. La liste pourrait inclure la part active, ainsi que l'indice de déviation (ex post ou ex ante), le volume des opérations, le ratio de capture à la baisse et à la hausse et, bien sûr, l'ampleur et la constance du rendement relatif.

### **Les parts actives ne sont pas comparables sur les plans de la géographie et des segments de marché**

La part active d'un portefeuille dépend en grande partie du marché dans lequel évolue le portefeuille. Les portefeuilles gérés activement sur des marchés concentrés comme ceux du Canada, par exemple, présentent habituellement des parts actives beaucoup plus faibles que celles observées sur des marchés plus largement diversifiés étant donné que la plupart des titres admissibles au placement ont d'importantes pondérations dans l'indice. Par ailleurs, les portefeuilles comparés aux indices qui comportent de nombreux petits composants auront des parts actives plus élevées.

Consulter la figure 1 ci-dessous pour voir un exemple. Un gestionnaire d'un portefeuille mondial dont l'indice de référence est l'indice mondial MSCI peut choisir parmi 93 banques<sup>3</sup>, avec une pondération moyenne de 0,1 %. Pour établir une surpondération de 2 % des titres de Barclays, avec une pondération actuelle dans l'indice de 0,1 %, il n'aurait qu'à consacrer 2,1 % de son portefeuille à la position. Un gestionnaire d'un portefeuille canadien dont l'indice de référence est l'indice composé plafonné S&P/TSX peut choisir parmi huit banques, avec une pondération moyenne de 3 %. S'il souhaite établir une surpondération de 2 % des titres de la Banque de Montréal, avec une pondération actuelle dans l'indice de 3,1 %, il devrait investir 5,1 % du portefeuille.

**Figure 1 : Comparaison de la part active entre les indices de référence**

	Fonds d'actions mondiales (indice mondial MSCI)	Fonds d'actions canadiennes (indice composé plafonné S&P/TSX)
Choix de titres bancaires	93	8
Pondération moyenne	0,1 %	3,0 %
Banque représentative (pondération dans l'indice)	Barclays (0,1 %)	Banque de Montréal (3,1 %)
Surpondération	2,0 %	2,0 %
Part active résultante	1,0 %	1,0 %
Importance de la position	2,1 %	5,1 %

Source : MSCI et S&P.

Pondérations dans l'indice et chiffres des composants en date du 31 décembre 2016

<sup>3</sup> Le gestionnaire d'un portefeuille mondial a aussi accès à un grand nombre de banques offrant des capitalisations boursières de plusieurs milliards de dollars et des actions liquides qui ne font pas partie de l'indice, alors que ce n'est pas le cas pour le gestionnaire d'un portefeuille canadien.

Le gestionnaire d'un portefeuille mondial et le gestionnaire d'un portefeuille canadien auraient ajouté la même part active de 2 % à leur portefeuille au moyen de leur surpondération de 2 %, mais le gestionnaire d'un portefeuille canadien aurait dû investir 5,1 % de son portefeuille pour le faire, alors que le gestionnaire de portefeuille mondial n'aurait à investir que 2,1 % du sien. À moins que le gestionnaire d'un portefeuille canadien n'investisse presque entièrement dans des actions de sociétés à faible capitalisation ou qui ne sont pas comprises dans l'indice de référence, il est très difficile et probablement non souhaitable de composer un portefeuille canadien avec la même part active qu'un portefeuille mondial, parce que les actions potentielles propices au placement ont des pondérations dans l'indice si élevées qu'une partie importante du capital du fonds ne sert qu'à atteindre la pondération dans l'indice de référence.

Par conséquent, un fonds d'actions américaines dont l'indice de référence est l'indice S&P 500 (505 composants, pondération la plus élevée de 3,2 %) aura selon toute vraisemblance une part active supérieure à celle d'un fonds d'actions canadiennes dont l'indice de référence est l'indice composé plafonné S&P/TSX (250 composants, pondération la plus élevée 6,7 %), même si le gestionnaire du portefeuille canadien aborde la gestion de portefeuille avec le même état d'esprit actif que le gestionnaire du portefeuille américain. Des fonds d'actions mondiales dont l'indice de référence est l'indice mondial MSCI (1 654 composants, pondération la plus élevée de 1,9 %) ou des fonds à faible capitalisation dont l'indice de référence est l'indice Russell 2000 (1 978 composants, pondération la plus élevée de 0,45 %) auront des parts actives encore plus élevées. Ainsi, la comparaison de la part active de fonds gérés dans différentes régions géographiques ou différents segments du marché (faible capitalisation par rapport à forte capitalisation) mènera à des conclusions erronées.

La part active est un indicateur du risque que prend un gestionnaire par rapport à l'indice de référence, mais pas de ses compétences.

Comme démontré à la section précédente, un fonds d'actions américaines dont l'indice de référence est l'indice S&P 500 aura habituellement une part active beaucoup plus élevée qu'un fonds d'actions canadiennes dont l'indice de référence est l'indice composé plafonné S&P/TSX. Doit-on conclure pour autant que les gestionnaires d'actions américaines, plus actifs, ont mieux réussi à dépasser l'indice de référence? En fait, c'est le contraire. En moyenne, les gestionnaires actifs ont beaucoup mieux réussi à ajouter de la valeur par rapport à l'indice composé plafonné S&P/TSX que par rapport à l'indice S&P 500<sup>4</sup>.

La génération d'un rendement des fonds supérieur à l'indice de référence dépendra d'une prise de positions différentes de l'indice de référence et du fait que ces positions s'avèrent rentables la plupart du temps. La part active mesure le premier point, mais pas le second.

<sup>4</sup> Le bulletin trimestriel que publie Mercer, *Investment Performance Survey of Canadian Institutional Pooled Funds*, indique que pour la période de dix ans ayant pris fin le 31 décembre 2016, le fonds d'actions canadiennes médian a connu un rendement annualisé supérieur de 1,0 % à celui de l'indice composé plafonné S&P/TSX, alors que le fonds d'actions américaines médian a connu un rendement annualisé inférieur de 0,3 % à celui à l'indice S&P 500, tous avant les frais.

Certaines stratégies de placement consistent à prendre des positions importantes dans un nombre réduit de titres auxquels croit un gestionnaire. Cette démarche de sélection de titres fournira naturellement une part active du portefeuille plus élevée. Avec de telles stratégies, la part active est en effet une mesure de surveillance utile pour les investisseurs veillant à ce que le gestionnaire compose le portefeuille comme ils l'ont demandé. De toute évidence, ces stratégies auront du succès si le gestionnaire a effectué une bonne sélection de titres, mais elles afficheront un rendement inférieur, probablement de manière significative, si ce n'est pas le cas. La part active élevée n'a pas garanti le rendement. Elle a simplement amplifié les résultats de la sélection de titres du gestionnaire.

En revanche, des stratégies de placement comme les stratégies quantitatives, les portefeuilles au « bêta intelligent », les stratégies d'indice amélioré ou même les portefeuilles principaux traditionnels comportent la prise d'un plus grand nombre de positions plus modestes. Ces stratégies d'« ampleur supérieure » auront naturellement des parts actives plus faibles, mais de nombreux gestionnaires de placements ont fait leurs preuves en les utilisant sur une certaine période, particulièrement lorsque la mesure du rendement met aussi l'accent sur la volatilité et l'éventail des résultats au fil du temps.

Un effet non souhaité possible d'une part active élevée serait le haut niveau de « risques imprévus » par rapport à l'indice de référence. Cet effet s'explique par le fait qu'un investisseur ayant un petit nombre de positions importantes, bien qu'il soit exposé au succès des titres dans lesquels il a pris des positions importantes, peut aussi être exposé de façons très différentes à des facteurs qu'il connaît peu : les devises, les régions géographiques, les secteurs, le bêta ou l'élan, par exemple, que le serait l'indice de référence. Les rendements attribuables à ces autres expositions peuvent très bien dépasser les rendements dus à la sélection des titres par le gestionnaire au cours d'une période donnée.

Il existe des façons de réduire les risques imprévus au moyen de la composition du portefeuille, de sorte que son rendement dépende davantage des connaissances du gestionnaire et moins des expositions imprévues, mais de façon générale (quoique pas toujours), elles donnent lieu à une part active plus faible. Toutefois, dans la mesure où un investisseur apprécie ce contrôle des risques, il pourrait être tout à fait disposé à accepter une part active plus faible.

## Conclusion

Les investisseurs doivent comprendre le processus de placement de leur gestionnaire de placements et le surveiller au fil du temps. Bien que la part active puisse jouer un rôle dans la sélection et la surveillance d'un gestionnaire, les stratégies de placement devraient faire l'objet d'une évaluation et d'une surveillance en fonction des nombreux paramètres choisis en raison de leur pertinence par rapport à cette stratégie. De plus, nous sommes d'avis qu'il n'existe pas de part active « adéquate » pour un portefeuille. La part active dépendra du marché dans lequel est investi un portefeuille et de l'indice de référence auquel il est comparé, de la démarche de placement ainsi que de l'ampleur et des types de risques pris dans le portefeuille.

---

Pour obtenir de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec votre gestionnaire de portefeuilles institutionnels de PH&N ou communiquer avec nous par téléphone au 1 855 408-6111 ou par courriel à l'adresse [institutions@phn.com](mailto:institutions@phn.com).

---

**VANCOUVER**

Waterfront Centre, 20<sup>e</sup> étage  
200, rue Burrard  
Vancouver (Colombie-Britannique)  
V6C 3N5 Canada  
T 604 408-6000

**TORONTO**

22<sup>e</sup> étage  
155, rue Wellington Ouest  
Toronto (Ontario)  
M5K 3K7 Canada  
T 416 974-2710

**MONTRÉAL**

6<sup>e</sup> étage, Aile Nord  
1, Place Ville-Marie  
Montréal (Québec)  
H3B 1Z5 Canada  
Tél. : 514-876-1256

---

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

PH&N GP prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements exacts, fiables et à jour et les croit ainsi au moment d'aller sous presse. Les renseignements obtenus auprès de tiers sont jugés fiables; toutefois, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite par PH&N GP, ses sociétés affiliées ou toute autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. Nous n'assumons aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions. Les points de vue et les opinions exprimés dans le présent document sont ceux de PH&N GP à la date de publication et peuvent changer sans préavis. Ces renseignements ne doivent pas être considérés comme une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres ni de participation ou d'inscription à des services.

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

MD / MC Marque(s) de la Banque Royale du Canada. utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2017. Date de publication : aout 2017 IC1704232

