

ACTUAIRE(MENT) MA CHÈRE, C'EST LE CADET DE MES SOUCIS.

Ce document sert à attirer l'attention sur pourquoi et comment le secteur de la gestion institutionnalisée de l'épargne a évolué à son mauvais état actuel, ce que les investisseurs paient et combien, et les solutions possibles à ces problèmes.



James Wanstall

Chef de la direction, BluMont Capital.

À QUOI SERT LA GESTION FINANCIÈRE?

En ce qui nous concerne, le seul travail de gestion de la richesse individuelle est de préserver et d'accroître le pouvoir de dépenser à une date dans le futur. Cette date est souvent inconnue et variable alors la gestion des risques est un élément essentiel de l'équation. La question devient alors quels sont les risques? De notre point de vue à BluMont, les principaux risques sont la perte permanente de capital, les taux d'intérêt, l'inflation et l'émotion humaine. Ce sont les risques que nous essayons de gérer.

Vous pouvez gérer le risque de perte en ne payant pas trop et en diversifiant (ne pas mettre toute votre richesse dans Nortel par exemple). Vous pouvez gérer les risques inhérents au taux d'intérêt par des stratégies qui sont liées positivement aux changements de taux d'intérêt comme la neutralité du marché des actions. Vous pouvez gérer le risque d'inflation par le biais d'être propriétaires d'infrastructures, de produits de base, c.-à-d. des actifs réels. Les obligations à rendement réel ne protègent absolument pas contre l'inflation réelle, de nos jours, et sont peut-être tragiquement les actifs les plus erronément tarifés de la planète à notre humble avis! Mais le plus grand risque est l'émotion humaine.

Si nous regardons l'émotion humaine dans les investissements, il y a de nombreuses questions qui nous animent, mais le résultat est toujours un manque de discipline. Combien de nombreux investisseurs ont-ils vendu des obligations pour acheter plus d'actions à la fin de 2008? Très peu, même si cela a été et sera toujours la bonne chose à faire.

Combien d'investisseurs auraient vendu un actif à risques tels que les contrats à terme gérés qui sont conçus pour être rentables à un effet maximal en période de stress comme en 2008, pour acheter plus d'actions? Beaucoup plus.

Combien d'investisseurs préféreraient qu'un gestionnaire boursier soit autorisé à lever des fonds et à utiliser d'autres stratégies telles que la vente à découvert et des options pour protéger le capital lors d'une période comme 2008? Tous de ce que nous pouvons voir.

LES INVESTISSEURS OBTIENNENT-ILS CE POUR QUOI ILS PAIENT?

Oscar Wilde a défini un cynique comme quelqu'un qui connaissait le prix de tout, mais la valeur de rien. Cette attitude expliquerait le gain d'intérêt pour les fonds négociés en bourse (FNB) comme beaucoup

BluMont Capital

70 University Avenue, Suite 1200 P.O. Box 16 Toronto, ON M5J 2M4 T: 416.216.3566 1.866.473.7376 F: 416.360.1102 blumontcapital.com

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with pooled investment funds. Pooled funds are not guaranteed, their values change frequently and **past performance may not be repeated**. This communication contains certain information about BluMont funds but is not, and under no circumstances is it to be construed as a public offering to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. An eligible investor should refer to the fund's confidential offering memorandum. Investors are cautioned that data based on less than five years' results may not be sufficient to establish a track record on which investment decisions should be made. BluMont is a registered trademark of BluMont Capital Corporation.



d'investisseurs ont mis l'accent sur le coût en tant que question. Comme preuve, voir la pléthore de publicités de fournisseurs de FNB qui ne font que la promotion de leurs « frais les plus bas » et ne discutent jamais de leurs revenus nets. Il n'est guère surprenant que l'industrie de fonds communs de placement ait créé beaucoup d'actuels et d'anciens investisseurs cyniques, mais cela ne signifie pas que les concepts originaux derrière la gestion active de l'argent n'ont pas de sens.

Peut-il réellement être possible que les gestionnaires financiers professionnels ne puissent pas choisir les actions mieux qu'un singe équipé d'une fléchette? Pensez-y. Le secteur de la gestion institutionnalisée de l'épargne embauche des gens intelligents et entraînés, leur donne une formation exceptionnelle et de l'éducation et met en place des régimes d'incitation au rendement. Leur incapacité à avoir de bons résultats n'a aucun sens et en fait ce n'est pas vrai. Sir John Templeton, a déclaré : « Si vous voulez avoir de meilleurs rendements que la masse, vous devez faire les choses différemment de la masse. » Le vrai problème est que le fonds communs de placement moyen a cessé de faire les choses différemment.

L'industrie s'est développée au point de devenir une marchandise. L'industrie n'est pas en croissance globale, mais est plutôt devenue une entreprise de croissance au détriment d'un concurrent. Avec cela est venue une victoire sans risque (pour leur entreprise) plutôt qu'une victoire à tout prix (encore une fois pour leur entreprise) approche qui a conduit à la différenciation marginale - personne n'est prêt à se lever et être compté.

Ce n'est pas le niveau absolu des frais que les fonds communs de placement tarifient qui est la question, c'est ce pour quoi l'investisseur paie qui est la question. Depuis 1980, le Globe Canadian Equity Peer Index (tous les fonds d'actions canadiennes) a eu un coefficient bêta de 0,81 à l'indice S&P/TSX. Le coefficient bêta est la mesure de combien du rendement provient de l'indice sous-jacent.

BluMont Capital

70 University Avenue, Suite 1200 P.O. Box 16 Toronto, ON M5J 2M4 T: 416.216.3566 1.866.473.7376 F: 416.360.1102 blumontcapital.com

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with pooled investment funds. Pooled funds are not guaranteed, their values change frequently and **past performance may not be repeated**. This communication contains certain information about BluMont funds but is not, and under no circumstances is it to be construed as a public offering to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. An eligible investor should refer to the fund's confidential offering memorandum. Investors are cautioned that data based on less than five years' results may not be sufficient to establish a track record on which investment decisions should be made. BluMont is a registered trademark of BluMont Capital Corporation.



Manager Performance

January 1979 - February 2011 (Single Computation)



Cela signifie qu'environ 80 % du rendement provient d'une exposition au marché. Si vous supposez que vous pouvez dupliquer cette exposition de 0,2 % par l'entremise d'un FNB alors pourquoi payer 1,5 % ?

Si vous avez 1 000 \$ dans un fonds qui charge 1,5 % ou 15 \$ par année et vous pouvez exécuter 800 \$ de ce dernier pour 0,2 % ou 1,60 \$, alors vous payez 13,40 \$ pour 200 \$ de gestion active – 6,7 % ! Pas étonnant qu'ils n'aient pas de bons résultats, ils sont trop timides et les meilleures idées se diluent. Il est grandement temps que le secteur de la gestion institutionnalisée de l'épargne remette l'activité dans la gestion active.

Malheureusement les fonds communs de placement ne prendront pas le risque de s'égarer trop loin de la masse comme ils ont des milliards de dollars à gérer qui leur interdisent de gérer activement l'argent qui leur est confié. Franchement, les investisseurs sont devenus les victimes de la réussite de l'industrie, comme un fonds d'actions canadiennes de 5 milliards de dollars est trop gros pour être autre chose que le marché, et le fonds n'a aucune incitation à changer que s'il gagne 1,5 % d'honoraires. Malheureusement, ce fonds et l'industrie de 600 milliards de dollars derrière lui ont besoin de rétrécir considérablement afin d'être incités à essayer d'ajouter activement de la valeur pour ses clients. Il est ironique de constater que lorsque l'industrie FNB aura repris l'industrie de gestion de fonds, elle recommencera à avoir de bons résultats n'est-ce pas? Le retour à la moyenne est vraiment une force puissante et perverse dans la gestion de l'argent!

BluMont Capital

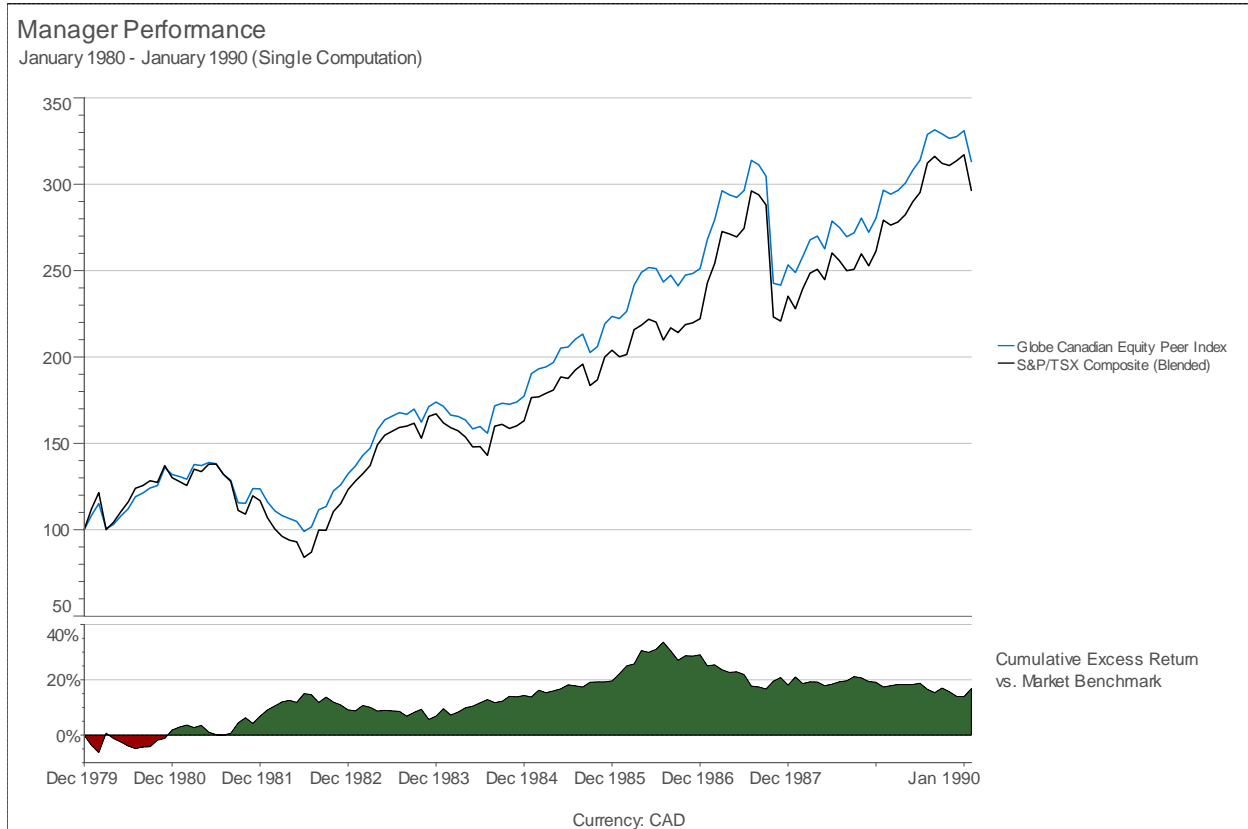
70 University Avenue, Suite 1200 P.O. Box 16 Toronto, ON M5J 2M4 T: 416.216.3566 1.866.473.7376 F: 416.360.1102 blumontcapital.com

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with pooled investment funds. Pooled funds are not guaranteed, their values change frequently and **past performance may not be repeated**. This communication contains certain information about BluMont funds but is not, and under no circumstances is it to be construed as a public offering to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. An eligible investor should refer to the fund's confidential offering memorandum. Investors are cautioned that data based on less than five years' results may not be sufficient to establish a track record on which investment decisions should be made. BluMont is a registered trademark of BluMont Capital Corporation.



QU'EST-IL ARRIVÉ?

Fait intéressant, cela n'a pas toujours été ainsi. Dans les années 1980 les gestionnaires de fonds d'actions canadiennes livrèrent 12,72 % par année avec un écart type de 14,66 % par rapport au S&P/TSX à 12,23 % et 18,39 % respectivement.



Le fonds moyen bat le marché avec moins de risques. Ces chiffres ne tiennent pas compte des fonds qui n'ont vraiment pas bien été et qui ont plié (biais du survivant), mais cela fait peu de différence, car vers la fin des années 80 les meilleurs gestionnaires survécurent et avaient la majorité des actifs alors ceci continuerait sûrement dans les années 90.

BluMont Capital

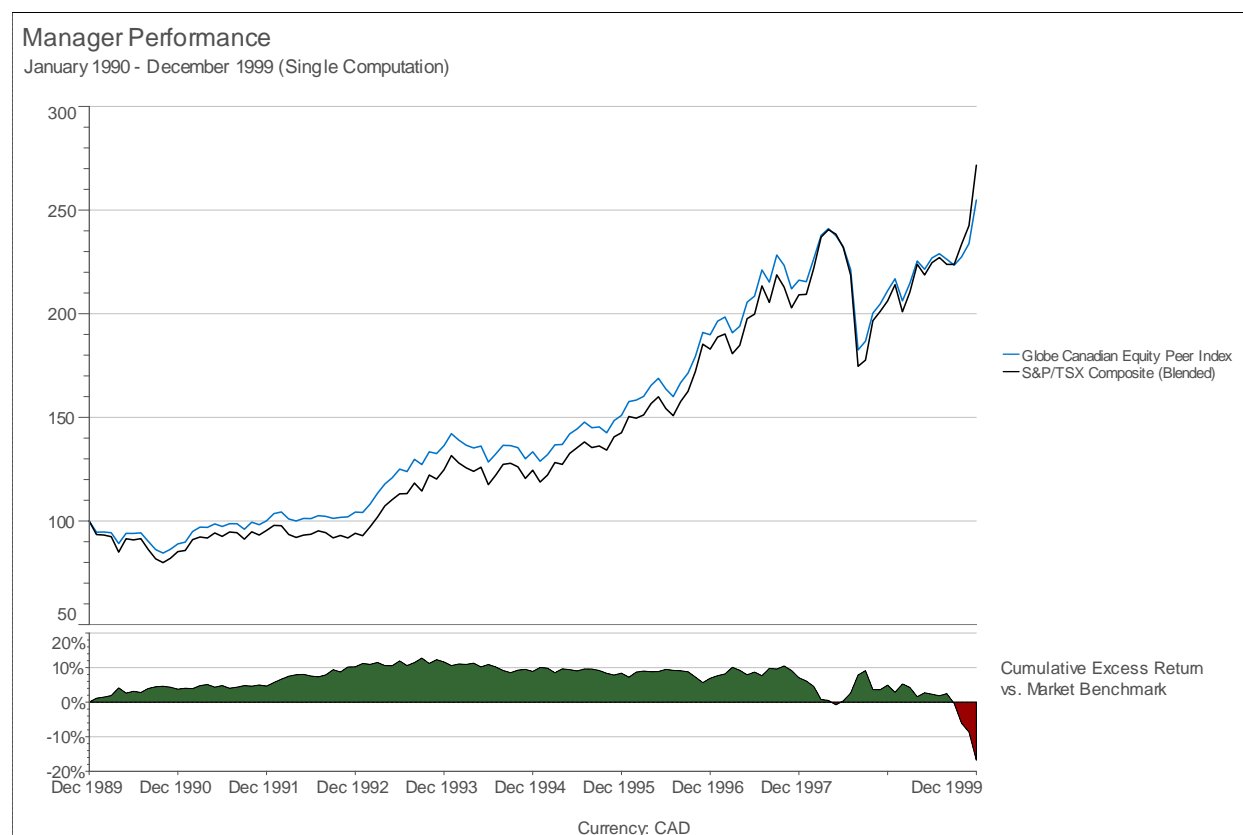
70 University Avenue, Suite 1200 P.O. Box 16 Toronto, ON M5J 2M4 T: 416.216.3566 1.866.473.7376 F: 416.360.1102 blumontcapital.com

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with pooled investment funds. Pooled funds are not guaranteed, their values change frequently and **past performance may not be repeated**. This communication contains certain information about BluMont funds but is not, and under no circumstances is it to be construed as a public offering to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. An eligible investor should refer to the fund's confidential offering memorandum. Investors are cautioned that data based on less than five years' results may not be sufficient to establish a track record on which investment decisions should be made. BluMont is a registered trademark of BluMont Capital Corporation.



Non, cela n'a pas été le cas! Il s'est stabilisé et a commencé à se détériorer au milieu des années 1990. Le gestionnaire moyen livrait 9,81 % contre 10,51 % pour le S&P/TSX avec un écart type légèrement plus faible (12,05 % contre 14,65 %).

Ils ont fait pire que le marché et n'ont pas aussi bien géré les risques. Qu'est-ce qui a changé?



Bob Krembil a déclaré : « Les gestionnaires sont tous devenus des indexeurs de placard et non seulement au Canada. L'industrie entière est devenue à propos d'où vous êtes par rapport aux indices de référence en dessous ou en surpoids (certains secteurs). C'est une façon stupide de gérer de l'argent. » Cela n'a pas toujours été ainsi, mais a commencé à changer radicalement dans le début des années 1990 grâce, paradoxalement, à des changements positifs pour certains des plus importants régimes de retraite. L'extrait suivant de <http://www.referenceforbusiness.com/history2/99/Ontario-Teachers-Pension-Plan.html> donne un bref aperçu de ces changements :

« Un régime de retraite pour les enseignants de l'Ontario a été créé en 1917 et au cours des quelque 70 années suivantes a agi comme un organisme gouvernemental. Comme requises par la loi, les contributions des enseignants et des fonds de contrepartie du gouvernement ont été mises en obligations provinciales non négociables. Le système s'est retrouvé sous contrainte en 1975, suite à l'indexation au coût de la vie des prestations. Le niveau des contributions du gouvernement et des enseignants et le taux

BluMont Capital

70 University Avenue, Suite 1200 P.O. Box 16 Toronto, ON M5J 2M4 T: 416.216.3566 1.866.473.7376 F: 416.360.1102 blumontcapital.com

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with pooled investment funds. Pooled funds are not guaranteed, their values change frequently and **past performance may not be repeated**. This communication contains certain information about BluMont funds but is not, and under no circumstances is it to be construed as a public offering to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. An eligible investor should refer to the fund's confidential offering memorandum. Investors are cautioned that data based on less than five years' results may not be sufficient to establish a track record on which investment decisions should be made. BluMont is a registered trademark of BluMont Capital Corporation.



de rendement sur les obligations non négociables de l'Ontario ne pouvaient pas suivre le rythme de l'inflation. Le régime courait un déficit de plusieurs milliards de dollars à la fin des années 1980.

Un tollé pour le changement se leva, et un comité représentant la province et la Fédération des enseignants de l'Ontario a été créé afin de résoudre le problème. Ils ont déterminé que la meilleure voie était de convertir le régime en une société privée sans but lucratif et de permettre une certaine souplesse dans ses options de placements. En outre, le gouvernement accroîtrait son niveau de contribution à l'organisation reconstituée. Le régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario a été créé le 31 décembre 1989, remplaçant le Fonds de pension de retraite des enseignants de l'Ontario. »

Ce fut un grand changement pour les enseignants de l'Ontario (RREO), OMERS et les autres immenses fonds de pension, comme cela les a libérés pour poursuivre des stratégies plus avantageuses et plus sophistiquées. En fait le RREO a évolué au cours des deux dernières décennies en l'un des investisseurs les plus respectés de la planète avec une répartition d'actifs qui ne ressemble en rien au marché.

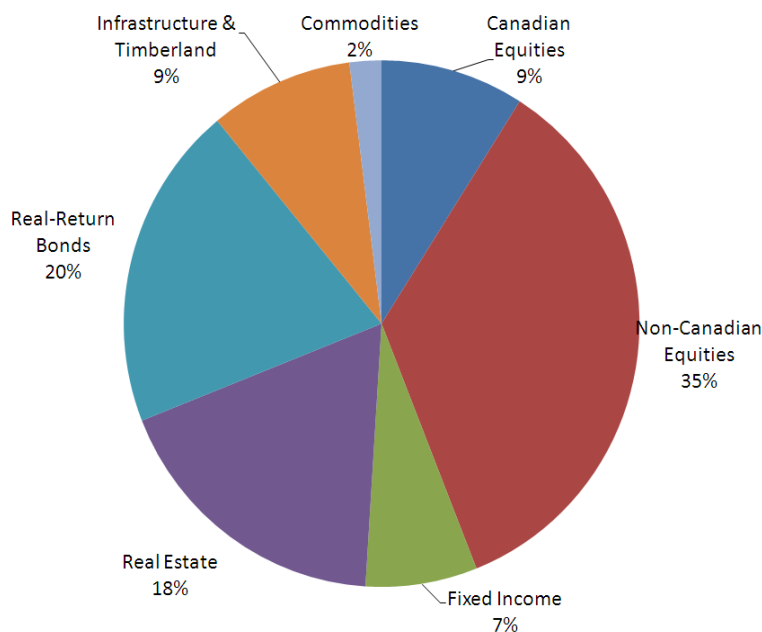
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (RREO)

Répartition de l'actif réel

(en date du 31 décembre 2009)

Qu'est-ce que des syndics moins sophistiqués et des comités d'investissement pouvaient-ils faire? Cela a été un problème important, car ils n'étaient pas équipés pour prendre des décisions complexes. Heureusement, des actuaires qui simplement ce matin, avaient recruté leurs clients en regardant leurs chaussures, se levèrent en masse, montèrent des chevaux de guerre, portèrent des armures et sont devenus les chevaliers blancs et éclatants du conseil en investissement.

Une nouvelle industrie est née et l'industrie des fonds communs de placement a rapidement suivi. D'anciens actuaires, devenus consultants ont commencé à nous dire que nous devrions diviser nos actions dans des boîtes de style différent, en général caractérisées par la croissance, la valeur et la base sur « l'axe y » et les fortes capitalisations, les moyennes capitalisations ou les petites capitalisations sur « l'axe x »-neuf cases au total. Puis, pour une somme, ils identifieraient le « meilleur » gestionnaire dans chaque case qui avait le potentiel de battre l'indice spécifique. Bien sûr, si le gestionnaire ne réussissait pas il était congédié et remplacé. Cette approche est tachée d'imperfection et dans son hypothèse sous-jacente - qu'avoir de l'argent dans toutes les boîtes est la meilleure façon de battre le marché - et dans sa mise en œuvre - que les consultants seront en mesure d'identifier les gestionnaires les plus susceptibles de battre leurs indices attribués.



BluMont Capital

70 University Avenue, Suite 1200 P.O. Box 16 Toronto, ON M5J 2M4 T: 416.216.3566 1.866.473.7376 F: 416.360.1102 blumontcapital.com

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with pooled investment funds. Pooled funds are not guaranteed, their values change frequently and **past performance may not be repeated**. This communication contains certain information about BluMont funds but is not, and under no circumstances is it to be construed as a public offering to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. An eligible investor should refer to the fund's confidential offering memorandum. Investors are cautioned that data based on less than five years' results may not be sufficient to establish a track record on which investment decisions should be made. BluMont is a registered trademark of BluMont Capital Corporation.



À partir de la sagesse de répartition de l'actif dans tous les styles de boîtes, Craig Callahan et C. Thomas Howard ont publié une étude en 2005 qui portait sur les caractéristiques des actions détenues par certains des investisseurs les plus prospères à long terme. Ils ont conclu que le seul dénominateur commun de la réussite des investisseurs à long terme est que les entreprises qu'ils possèdent n'étaient pas commodément adaptées à un style de boîte, et que s'ils avaient été contraints à un style de boîte unique comme de nombreux gestionnaires institutionnels sont aujourd'hui, les rendements auraient souffert de 300 points de base chaque année sur de longues périodes de temps.

Randolph B. Cohen, du MIT Sloan school of finance a publié de nombreuses études de ce qui maximise la performance du gestionnaire et sur la façon de sélectionner ces gestionnaires. Il a constaté que certains des facteurs critiques sont une meilleure structure de frais, concentration, des marchés illiquides ou inefficaces et en restant à l'intérieur de sa capacité. Très peu de sociétés de fonds prêtent attention à ces facteurs, et encore moins les adoptent.

Quant à la capacité des consultants de continuer à identifier les gestionnaires qui sont en mesure de surclasser leur « indice de référence de style boîte », même si le jeu final était de trouver neuf gestionnaires qui ont battu leur indice de référence de style boîte, cette approche a échoué dans le passé et il est probable qu'elle continuera d'échouer. Si les consultants avaient réussi à identifier ces gestionnaires, leurs listes de gestionnaires recommandés seraient sans doute semblables à leurs listes d'il y a cinq ans. Mais si vous demandiez à votre firme de consultation actuelle (ou de gestion de la richesse) si vous pouvez voir sa liste de gestionnaires recommandés d'il y a cinq ans, vous seriez chanceux si 20 % des noms étaient les mêmes (plusieurs ayant vraisemblablement été remplacés plusieurs fois depuis lors).

Non seulement cela ne fonctionne catégoriquement pas pour les régimes de pension, c'est un cauchemar pour les épargnants. Les épargnants ne sont pas des régimes de pension - ils ont un horizon temporel limité et n'ont pas d'obligations de financement constantes. En fait au moment où l'ajout de nouveaux fonds a plus de sens (fin 2008) l'investisseur moyen ne le peut pas, moralement ou financièrement.

À la fin de la journée, la plupart des investisseurs voudraient des solutions de rechange aux montagnes russes de seuls longs investissements restreints, si elles étaient facilement accessibles et aidaient à aplanir le manège. Ne comptez pas sur les groupes les plus importants de l'industrie des fonds communs de placement pour y aller dans un avenir proche comme leurs modèles d'affaires ne sont tout simplement pas conçus pour permettre cela. C'est vraiment une honte.

Il en revient à quelques gestionnaires de fonds qui sont prêts à limiter la taille de leurs fonds, d'harmoniser leurs frais avec les investisseurs et de marcher au rythme du tambour des vrais investisseurs de risques afin d'essayer de faire une différence. Nous sommes fiers de compter BluMont parmi ce groupe.

James Wanstall

Chef de la direction, BluMont Capital.

BluMont Capital

70 University Avenue, Suite 1200 P.O. Box 16 Toronto, ON M5J 2M4 T: 416.216.3566 1.866.473.7376 F: 416.360.1102 blumontcapital.com

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with pooled investment funds. Pooled funds are not guaranteed, their values change frequently and **past performance may not be repeated**. This communication contains certain information about BluMont funds but is not, and under no circumstances is it to be construed as a public offering to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. An eligible investor should refer to the fund's confidential offering memorandum. Investors are cautioned that data based on less than five years' results may not be sufficient to establish a track record on which investment decisions should be made. BluMont is a registered trademark of BluMont Capital Corporation.

