

DAVANTAGE POUR MOINS

Leçons d'investissement
des fonds de dotation
américains



Les services de gestion de portefeuille et de courtage sont offerts par **PWL Capital inc.** qui relève de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières du Canada (OCRCVM) et est membre du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE).

La planification financière et les produits d'assurance sont offerts par **PWL Conseil inc.** qui est réglementé en Ontario par la Commission des services financiers de l'Ontario (CSFO) et au Québec par l'Autorité des marchés financiers (AMF). PWL Conseil inc. n'est pas membre du FCPE.





Table des matières

4	Introduction
6	Comment les fonds de dotation américains investissent-ils?
10	Les fonds de dotations ne suivent pas la tendance vers l'investissement passif
14	Rendement des investissements des fonds de dotation américains
20	Conclusion
22	Bibliographie
23	Les auteurs

Introduction

Les fonds de dotation sont essentiellement des capitaux administrés par des institutions à but non lucratif telles que des universités, des institutions artistiques, des organisations religieuses et des hôpitaux. Leur mission est généralement de **préserver leur capital pour les générations futures** tout en utilisant les rendements des investissements pour financer leurs missions actuelles. Pour atteindre leurs objectifs, les fonds de dotation doivent **investir prudemment leurs actifs dans une perspective à long terme**, en essayant de maximiser les rendements tout en contrôlant les risques.

Le fonds de dotation de l'université Yale, représentant plus de 30 milliards de dollars et dirigé par le gestionnaire David Swensen, est sans doute le plus célèbre. **Il s'agit de la plus grande source de revenus de Yale**, permettant de financer entre autres les salaires des professeurs, des bourses d'études et d'autres frais. Swensen est à l'origine du développement de ce que l'on appelle désormais le "style d'investissement des fonds de dotation"¹ qu'il a introduit au milieu des années 1980.

À son arrivée à Yale en 1985, Swensen a ajouté des stratégies de placement alternatives à un portefeuille dominé par les actions et les obligations américaines. L'ajout de classes d'actifs non-corrélées au marché boursier a permis à la dotation de Yale de réduire la volatilité globale du portefeuille tout en réduisant sa dépendance vis-à-vis des obligations en tant que portefeuille défensif.

¹ Le style d'investissement des fonds de dotation : mieux connu sous le vocable anglais "Endowment Style"

Le résultat a été une performance remarquable. Le fonds de dotation de Yale a rapporté 11,8% par an pour la période de 20 ans terminée le 30 juin 2018, contre un rendement moyen de 6,8% pour les dotations des collèges et universités américaines, indique le *Yale Investment Office*. Au cours des 10 dernières années, **Yale a enregistré un rendement de 7,4%, contre une moyenne de 5,8% pour les pairs.**¹

Le style d'investissement de Yale a été largement imité non seulement par d'autres fonds de dotation, mais également par d'autres investisseurs institutionnels. Pourtant, malgré la réputation enviable du fonds de dotation de Yale et d'autres institutions prestigieuses, **les recherches indiquent que les fonds de dotation américains, y compris les plus importants, ont affiché des performances bien en deçà de leurs objectifs de rendement au cours de la dernière décennie** et ont eu du mal à égaler les rendements du marché. De plus, même avec un accès à d'importants capitaux, à des gestionnaires de fonds expérimentés et aux dernières technologies, **les fonds de dotation américains ont du mal à égaler les rendements du marché.**

Cet article explore la recherche sur la performance des fonds de dotation américains en matière de placement. Il offre des perspectives importantes à tous les investisseurs, y compris ceux qui sont chargés de la gestion des fondations, des fiducies et des fortunes privées.

¹ <https://news.yale.edu/2018/10/01/investment-return-123-brings-yale-endowment-value-294-billion>

Comment les fonds de dotation investissent-ils?

L'étude NACUBO-TIAA, l'enquête américaine annuelle sur les établissements d'enseignement supérieur, est l'une des études les plus approfondies sur les fonds de dotation.

Le rapport 2018 a interrogé 802 institutions, représentant un actif de 616,5 milliards de dollars. Les institutions ont été classées en sept catégories d'actifs sous gestion, de moins de 25 millions de dollars à plus d'un milliard de dollars.²

Les fonds de dotation investissent dans une combinaison d'actions et de titres à revenu fixe négociés sur les marchés publics, ainsi que dans ce que l'on appelle collectivement des stratégies alternatives. Cette dernière catégorie comprend les fonds de couverture, le capital-investissement, le capital de risque, l'immobilier et les ressources naturelles.

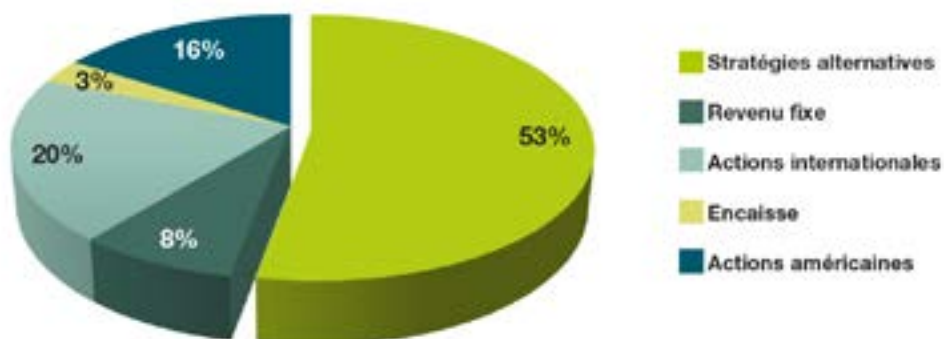
En 2018, l'étude NACUBO a révélé que, dans l'ensemble, les fonds de dotation étaient investis à 16% dans les actions américaines, à 20% dans les actions internationales, à 8% dans les titres à revenu fixe et à 53% dans les stratégies alternatives (graphique 1).³

² Basé sur le rendement pour la période de 10 ans au 30 juin 2018.

³ Il est important de noter que les plus grands fonds de dotation, ceux ayant un actif de plus d'un milliard de dollars, représentaient 13% du nombre total de fonds de l'étude NACUBO, mais 77% du total des actifs. Par conséquent, un petit nombre de grandes institutions pèsent lourdement dans la composition globale de l'actif.

Répartition d'actifs des fonds de dotations américains (pondéré)

Graphique 1

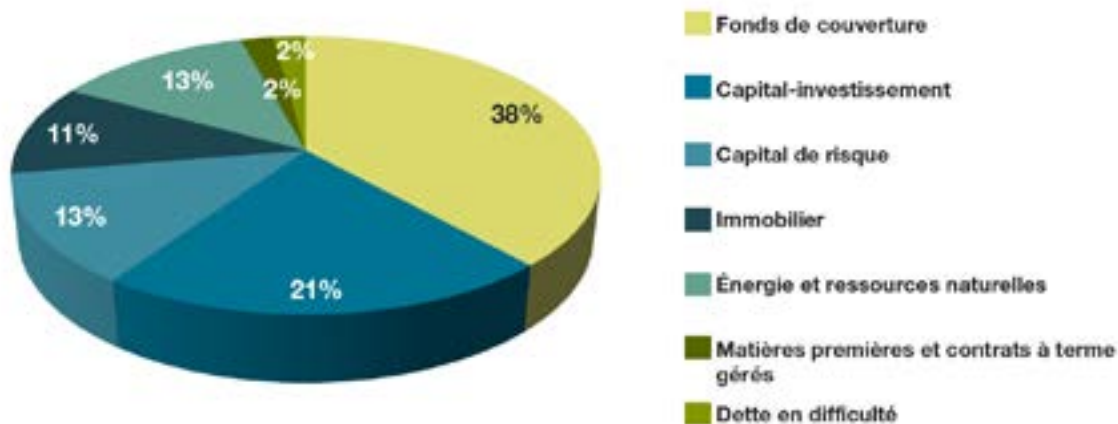


Source : Rapport NACUBO 2018, p. 6

Le rapport fournit également une ventilation des stratégies alternatives utilisées par les fonds de dotation, qui reposent largement sur les fonds de couverture et les fonds de capital-investissement (graphique 2).⁴

Répartition des stratégies alternatives

Graphique 2



Source : Rapport NACUBO 2018, p. 6

⁴ Les graphiques 1 et 2 affichent des chiffres pondérés en actifs.

Les plus importants fonds de dotation, ceux avec plus d'un milliard de dollars d'actifs, étaient beaucoup plus fortement investies dans des stratégies alternatives que leurs plus petites contreparties. Le pourcentage de leur portefeuille consacré à cette classe d'actifs atteignant 58%, contre seulement 11% pour les plus petits. En conséquence, les fonds de dotation importants étaient beaucoup moins exposés au marché boursier américain - seulement 13% des actifs, contre 45% pour les fonds de dotation les plus modestes. Cependant, l'étude NACUBO indique que l'exposition combinée des actions américaines et des actions de sociétés privées est similaire dans toutes les cohortes de taille (à l'exception de la plus petite), allant de 40% à 45%.

L'étude observe que: « Une exposition directe similaire aux actions d'une cohorte à une autre ne se traduit toutefois pas nécessairement par des profils de risque de portefeuille similaires. Les cohortes les plus importantes ont des allocations beaucoup plus significatives dans les fonds de couverture et des allocations beaucoup plus petites pour les titres à revenu fixe. Ce qui suggère que les cohortes les plus grandes gèrent des portefeuilles présentant un profil de risque plus élevé. » (Rapport NACUBO 2018, p. 17)



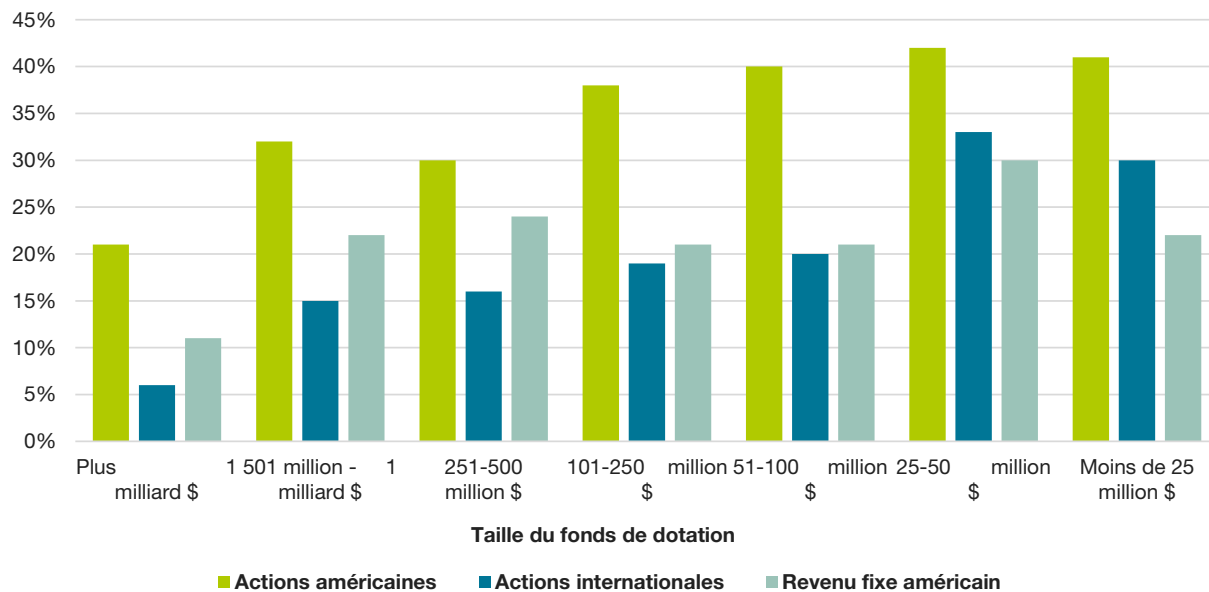
Les fonds de dotations ne suivent pas la tendance vers l'investissement passif

En matière de gestion, les fonds de dotation n'ont pas suivi la tendance en matière d'investissements passifs observée chez les investisseurs individuels. Globalement, l'exposition des dotations aux investissements dits passifs aux États-Unis est restée relativement stable à 27%, presque inchangée par rapport à cinq ans plus tôt (graphique 3). L'exposition passive aux marchés boursiers internationaux a en fait diminué, passant de 12% à 9% en cinq ans. Dans les titres à revenu fixe, la tendance à long terme des fonds de dotation à utiliser des stratégies plus passives s'est poursuivie en 2018. Au total, le pourcentage de titres à revenu fixe est passé de 14% à 16% en seulement 1 an.

Les fonds de dotation les plus importants étaient moins engagés dans la gestion passive que l'ensemble, n'investissant que 21% de leurs actifs en actions dans des fonds gérés de manière passive, contre 41% pour les plus petites organisations. Le graphique 3 illustre la tendance des petits fonds de dotation à compter sur des investissements passifs.

Pourcentage d'investissements passifs pour différentes cohortes de tailles des fonds de dotation

Graphique 3



Source: NACUBO report 2018, p. 19

Cela contraste avec le comportement des investisseurs individuels américains, qui ont adopté avec enthousiasme la gestion passive au cours des dernières années, faisant monter en flèche leur part de tous les fonds d'investissement. En 2018, la part de marché des fonds d'indices passifs atteignait 37%, soit plus du double des 16% atteint en 2006.⁵ Au cours de cette période, les fonds passifs américains ont généré des entrées nettes de 3 800 milliards de dollars, contre seulement 583 milliards de dollars pour les fonds actifs. La firme Moody's estime que les fonds passifs dépasseront les fonds gérés activement d'ici 2024.⁶

⁵ Kerzérho, Raymond, Comparaison des fonds passifs et actifs 2019, PwL Capital inc. <https://www.pwlcapital.com/fr/documents/comparaison-des-fonds-passifs-et-des-fonds-actifs-2018/>

⁶ https://www.moody's.com/research/Moody's-Passive-investing-to-overtake-active-in-just-four-to-PR_361541

L'arithmétique de l'investissement passif

Les investisseurs passifs détiennent tous les titres d'un marché, générant le rendement du marché, moins les frais. Les investisseurs actifs tentent d'obtenir des rendements supérieurs à ceux du marché, après les frais, en sélectionnant les titres « gagnants ».

Dans un article phare de 1991, William Sharpe, économiste lauréat du prix Nobel, a déclaré que, dans la mesure où le marché est composé d'investisseurs actifs et passifs, ils génèrent globalement les rendements du marché, moins les frais. Étant donné que les investissements gérés activement entraînent des coûts beaucoup plus élevés, ils doivent globalement générer moins de revenus pour les investisseurs que les fonds indiciels à gestion passive.

Sharpe a expliqué l'idée avec éloquence. **« Chaque gestionnaire passif obtiendra précisément le rendement du marché, avant les frais »**, explique-t-il dans l'article intitulé "L'arithmétique de l'investissement actif".⁷ **« Il en découle (comme la nuit du jour) que le rendement du dollar géré activement en moyenne doit être égal au rendement du marché. Pourquoi? Parce que le rendement du marché doit être égal à la moyenne pondérée des rendements des segments passif et actif du marché. Si les deux premiers retours sont identiques, le troisième doit l'être également. »**

⁷ Sharpe, William F., 1991, The Arithmetic of Active Management, Financial Analysts Journal, 47:1, 7-9. <https://tandfonline.com/doi/abs/10.2469/faj.v47.n1.7>

Dans le monde réel, nous constatons que les fonds d'investissement activement gérés sous-performent systématiquement les fonds indiciels passifs à faible coût dans une large mesure. Par exemple, dans un rapport publié en 2018, Standard and Poor's démontre que 87% de tous les fonds d'actions américaines ont sous-performé le S&P 1500 au cours de la dernière décennie.⁸

Cela ne signifie pas que tous les investisseurs actifs ne parviendront pas à battre l'indice, comme l'a souligné Sharpe. **« Il est parfaitement possible pour certains dirigeants actifs de battre leurs confrères passifs, même après frais »,** dit-il. **« Il est également possible pour un investisseur (un fonds de pension, par exemple) de choisir un ensemble de gestionnaires actifs qui, collectivement, offrent un rendement total supérieur à celui d'une alternative passive, même après les frais. »**

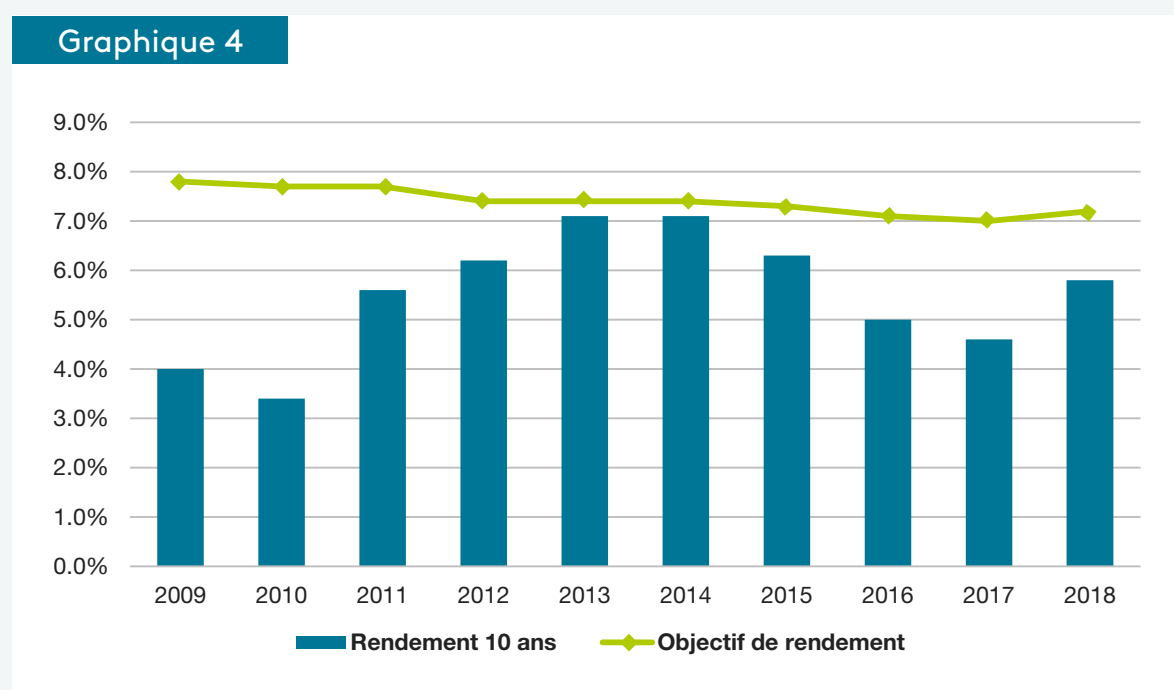
La difficulté est de trouver la petite minorité de gestionnaires suffisamment qualifiés pour battre systématiquement le marché, notamment parce que les performances passées ne préjugent pas celles du futur. Il n'existe aucune preuve que les titres les plus performants du passé puissent répéter leurs exploits.

⁸ <https://ca.spindices.com/documents/spiva/research-spiva-institutional>

Rendement des investissements des fonds de dotation américains

L'étude NACUBO indique que, dans l'ensemble, les fonds de dotation n'ont pas atteint leurs objectifs de rendement dans une large mesure (graphique 4). En effet, l'étude indique que les rendements moyens globaux ont été inférieurs à l'objectif de 10 ans pour chacune des 10 dernières années. (Rapport NACUBO 2018, p. 12)

Rendement des fonds de dotation sur 10 ans par rapport à leurs objectifs 2009-2018

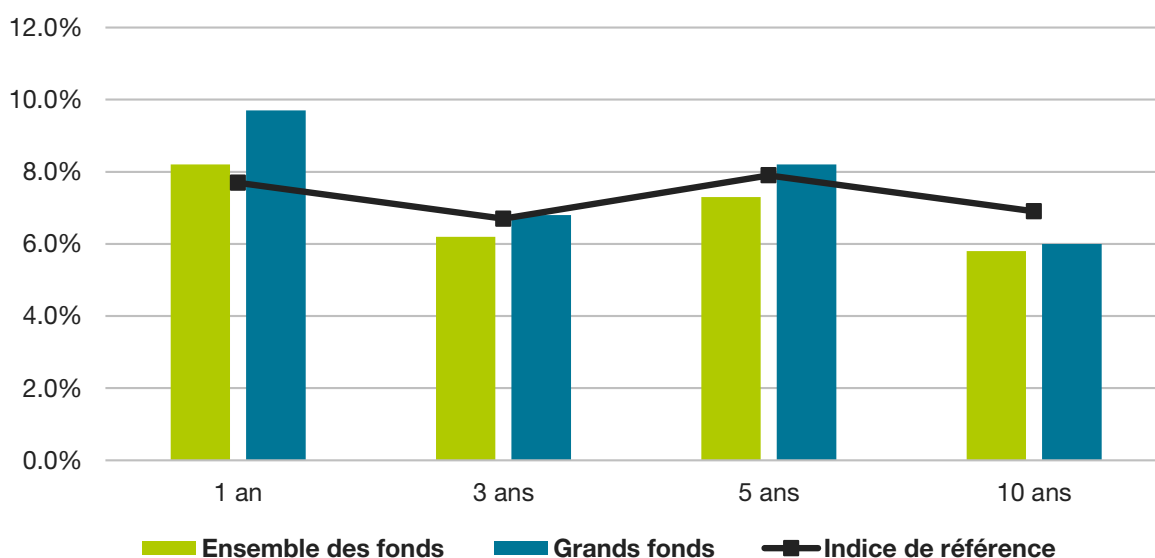


Source : Rapport NACUBO 2018, p. 12

De plus, les fonds de dotation, dans l'ensemble, n'ont pas permis d'obtenir les rendements annuels de l'indice de référence actions/obligations sur des périodes de trois, cinq et dix ans (graphique 5). Ils ont sous-performé l'indice de référence de plus d'un pourcent par an sur 10 ans

Rendement des fonds de dotation par rapport à l'indice de référence⁹

Graphique 5



Sources : Rapport NACUBO 2018, PWL Capital

Les fonds de dotation les plus importants ont obtenu de meilleurs résultats que les fonds plus petits et ont dépassé l'indice de référence par des marges étroites sur un, trois et cinq ans. Cependant, sur une période de 10 ans, ils n'ont également pas réussi à battre l'indice. L'étude indique que **l'avantage traditionnel du rendement dont bénéficient les plus grandes dotations par rapport aux autres converge à zéro depuis 2009.**

⁹ L'indice de référence est composé à 41% de l'indice Russell 3000/21% de l'indice EAFE & EM / et à 38% de Bloomberg Barclays Bond Aggregate, comme suggéré par Barber & Wang (2013). Tous les rendements sont calculés au 30 juin 2018.

Ailleurs, il existe des preuves encore plus frappantes des difficultés rencontrées par les fonds de dotation à atteindre les rendements indiciaires. Un article de Sandeep Dahiya et David Yermack datant de 2019 propose des résultats fondés sur un échantillon beaucoup plus vaste de fonds de dotation à but non lucratif que l'enquête NACUBO. Ensemble ils ont examiné près de 30 000 fonds de dotation tirées des données de l'*Internal Revenue Service* (IRS) aux États-Unis entre 2009 et 2017. Les fonds de dotation provenaient de tous les secteurs d'activité, pas seulement des établissements d'enseignement.

Cette étude a révélé que ceux-ci avaient fortement sous-performé les indices de référence du marché avec **des rendements annuels médians de 4,46% inférieurs à ceux d'un simple portefeuille 60/40**. En effet, les rendements globaux n'étaient que de 70 points de base au-dessus des rendements des obligations du Trésor américain à 10 ans.

« En d'autres termes, le fonds de dotation type aurait généré des rendements presque identiques si ses fiduciaires avaient suivi une stratégie de placement simpliste consistant à détenir des obligations du Trésor à 100% et n'avaient pris aucun risque du marché des actions», indique l'étude. (Dahiya & Yermack 2019, p. 11)

Bien que cette performance soit remarquablement médiocre, il est important de noter que l'échantillon de l'étude comprenait de nombreuses institutions plus petites, la plupart détenant moins de 10 millions de dollars d'actifs. Bien que l'ensemble des fonds n'aient pas dépassé l'indice de référence 60/40, **l'étude révèle tout de même que plus la taille est importante, moins la sous-performance était prononcée.**

Les fonds de plus grandes tailles (plus de 100 millions de dollars) ont sous-performé de 0,26% par an l'indice de référence 60/40. **Cependant lorsque ajusté pour le risque, l'étude a également révélé que plus le portefeuille était important, plus les résultats étaient mauvais.**

Une troisième étude sur les rendements des fonds de dotation, celle-ci publiée en 2013 par Brad Barber et Guojun Wang, a examiné les données NACUBO de 1991 à 2011. L'étude a révélé que 99% des rendements des fonds moyens correspondaient à la performance d'un portefeuille simple composé de 41% d'actions américaines, de 21% d'actions internationales et de 38% d'obligations. Cependant, les fonds de la crème des institutions¹⁰ ont su surperformer de manière fiable un portefeuille simple d'actions et d'obligations, en ajoutant des rendements excédentaires de 2% à 4% par an.

Ces rendements excédentaires s'expliquent cependant par la forte pondération en placements alternatifs. Bien que les fonds spéculatifs et les fonds de capital-investissement aient ajouté de la valeur aux institutions de haut niveau, ces mêmes fonds ne démontraient aucun talent particulier pour extraire une valeur excédentaire des marchés des actions et des obligations publics.

Les auteurs n'ont trouvé aucune preuve que la sélection des gestionnaires, la synchronisation du marché ou la répartition tactique de l'actif génèrent des rendements excédentaires pour ces fonds de dotation.

« Bien que les gestionnaires semblent générer des rendements suffisants pour couvrir leurs honoraires, rien ne prouve que les dotations, même celles des institutions d'élite, soient capables de battre les rendements des indices de référence. » (Barber & Wang 2013, p. 42)

¹⁰ La crème des institutions ont été définies comme les universités de la Ivy League et 30 institutions non membres de la Ivy League, avec les scores moyens en mathématiques obtenus par la SAT les plus élevés pour les étudiants de première année entrants.

Les stratégies alternatives génèrent-elles des rendements excédentaires?

L'utilisation d'investissements alternatifs par les investisseurs institutionnels n'a cessé de croître ces dernières années, les rendements obligataires étant tombés à des niveaux jamais atteints et les marchés boursiers devenant de plus en plus chers. PwC prévoit que les actifs sous gestion de stratégies alternatives vont presque doubler entre 2017 et 2025, pour atteindre plus de 21 billions de dollars.¹¹

Les fonds de dotations utilisent des stratégies alternatives pour diversifier les portefeuilles et augmenter les rendements. Toutefois, au cours de la dernière décennie, les fonds de capital-investissement et de capital-risque ont respectivement sous-performé et légèrement surperformé le marché boursier américain, tandis que les fonds spéculatifs ont sous-performé les marchés américains des actions et des titres à revenu fixe (rapport NACUBO 2018, p. 11-12).

Le rapport conclut: « ... la forte performance des marchés des actions et des titres à revenu fixe au cours des 10 dernières années, par rapport aux fonds de couverture, a créé un vent contraire pour les fonds de dotation qui y allouent d'importantes ressources. Ceci a contribué à leur plus faible niveau de rendement absolu au cours de cette période. »

Des études ont mis en évidence des preuves mitigées quant à la capacité des gestionnaires de portefeuille alternatifs à générer des rendements excédentaires, nets de frais. Une étude de Vanguard, par exemple, a révélé qu'une allocation croissante de produits alternatifs a permis aux plus gross fonds de dotation américains (ne représentant que 10% de toutes les dotations) de générer de solides rendements au cours de la période de 25 ans se terminant

¹¹ PwC, Rediscovering alternative assets in changing times, 2018. <https://www.pwc.com/gx/en/industries/private-equity/rediscovering-alternative-assets-in-changing-times.html>

en juin 2013.¹² Cependant, l'étude observe que les investissements alternatifs ont généré la plus grande part de leurs rendements exceptionnels entre le début et le milieu des années 2000.

Alors que les investisseurs augmentaient leur exposition aux stratégies alternatives, « **les rendements excédentaires positifs n'ont pas été générés** » (Vanguard 2014, p. 4-5).

L'étude Barber et Wang (2013) a révélé que les investissements alternatifs n'étaient une source de rendement excédentaire que pour un petit groupe de fornds de dotation d'élite.

Les fonds de dotation doivent faire face à un certain nombre de défis pour tenter de générer des rendements excédentaires à partir d'investissements alternatifs. Premièrement, ils doivent être en mesure d'identifier et d'avoir accès à des gestionnaires compétents, capables de générer des rendements élevés de manière constante, en plus des frais qu'ils facturent. (En règle générale, les gestionnaires alternatifs facturent des frais de gestion de 1% à 2%, plus 20% des bénéfices dépassant un certain seuil.)

Deuxièmement, ils doivent faire face à la difficulté d'évaluer et de juger avec précision le risque des investissements illiquides et souvent très endettés. Les avoirs des fonds spéculatifs et d'autres placements alternatifs sont souvent opaques et peuvent comporter un risque beaucoup plus élevé que ne le réalisent les investisseurs.

Entre autres choses, les gestionnaires de fonds peuvent utiliser des stratégies équivalant à la vente d'assurance contre les tremblements de terre, comme le souligne une étude de Stulz (2007). La plupart du temps, la compagnie d'assurance réalise de beaux bénéfices, mais lors d'un désastre, elle risque de subir des pertes bien supérieures aux gains réalisés en période de prospérité.

¹² Wallick, Daniel W., Wimmer, Brian R. and Balsamo, James J., 2014, Assessing endowment performance: The enduring role of low-cost investing. Vanguard Research. https://pressroom.vanguard.com/nonindexed/Assessing_endowment_performance_10.14.2014.pdf

Conclusion

En examinant la recherche sur les fonds de dotation aux États-Unis, nous avons constaté que les fonds de dotation importants ont surperformé leurs homologues plus petits, en raison de leur forte exposition aux investissements alternatifs. Cependant, cet avantage a diminué ces dernières années et même **les plus grandes dotations ont eu du mal à égaler les rendements d'un indice de référence.**

Les grands fonds de dotation américains comptent parmi les investisseurs les plus sophistiqués au monde, avec d'importantes équipes de gestion interne, les dernières technologies et un accès à des consultants externes et aux meilleurs gestionnaires de fonds. Même avec toutes ces ressources, ils ont eu du mal à égaler les rendements de simples indices de référence. Malgré cette sous-performance, les fonds de dotation **ne font pas davantage appel à des stratégies d'investissement passives peu coûteuses leur garantissant d'obtenir les rendements du marché.**

Dans le passé, les grandes dotations ont fait leur réputation en utilisant leurs prouesses pour gérer des investissements privés et des fonds de couverture afin de générer une valeur excédentaire. Avec l'énorme croissance des investissements alternatifs, les prix des actifs privés ont augmenté, réduisant les rendements futurs attendus. Une situation similaire se déroule sur les marchés des capitaux publics, **où une faible inflation, des taux d'intérêt bas et une croissance économique lente réduisent également les rendements futurs attendus.** La recherche de PWL Capital estime qu'un portefeuille équilibré d'actions et d'obligations devrait générer un rendement à long terme de seulement 5% par an à l'avenir, contre environ 8% au cours des trente dernières années.

Dans un monde où les rendements attendus sont plus faibles, il est plus crucial que jamais de tirer parti de toutes les économies disponibles. À notre avis, c'est la raison pour laquelle les fonds peu coûteux et gérés passivement devraient constituer une partie importante des portefeuilles. Les fonds passifs offrent une meilleure diversification en raison du plus grand nombre de titres détenus. Le faible taux de rotation associé aux investissements passifs entraîne également une réduction des coûts de transaction et une meilleure efficacité fiscale.

L'investissement passif offre un moyen plus simple et plus efficace d'obtenir les rendements du marché.

Bibliographie

Barber, Brad M., et Wang, Guojun., 2013, *Do (some) university endowments earn alpha?* *Financial Analysts Journal* 69, 26-44.

Dahiya, Sandeep et Yermack, David, 2019, *Investment Returns and Distribution Policies of Non-Profit Endowment Funds*, 2019. European Corporate Governance Institute (ECGI)—Finance Working Paper No. 582/2018.

Kerzérho, Raymond, 2019, *The Passive Vs. Active Fund Monitor*, PWL Capital Inc.

National Association of College et University Business Officers and Teachers Insurance and Annuity Association of America 2018, *2018 NACUBO-TIAA Study of Endowments*.

PwC, *Rediscovering alternative assets in changing times*, 2018.

Sharpe, William F., 1991, *The Arithmetic of Active Management*, *Financial Analysts Journal*, 47:1, 7-9.

Stulz, René. 2007. *Hedge Funds: Past, Present, and Future*. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, no. 2 (Spring):175-194.

Wallick, Daniel W., Wimmer, Brian R. et Balsamo, James J., 2014, *Assessing endowment performance: The enduring role of low-cost investing*. Vanguard Research.

Les auteurs



James Parkyn CIM®, FCSI, F.PI
Gestionnaire de portefeuille
james@pwlcapital.com



François Doyon La Rochelle CFA
Gestionnaire de portefeuille
francoisdlr@pwlcapital.com



Raymond Kerzérho CFA
Directeur de la recherche
raymondk@pwlcapital.com



Ce rapport a été rédigé par James Parkyn, Raymond Kerzérho, et François Doyon La Rochelle, PWL Capital inc. Les idées, opinions et recommandations contenues dans le présent document sont celles de l'auteurs et ne représentent pas nécessairement les vues de PWL Capital inc.

© PWL Capital inc.

Tous droits réservés. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite sans l'autorisation préalable écrite de l'auteur et/ou PWL Capital. PWL Capital souhaiterait recevoir une copie de toute publication ou matériel qui utilise ce document comme source. Veuillez citer ce document comme suit :

James Parkyn, *Gestionnaire de portefeuille*, Raymond Kerzérho, *Directeur de la research* et François Doyon La Rochelle, *Gestionnaire de portefeuille*, PWL Capital inc.
« *Davantage pour moins : Leçons d'investissement des fonds de dotation américains* »

Pour plus d'informations sur cette publication ou d'autres publications de PWL Capital, veuillez communiquer avec :

PWL Capital – Montréal, 3400 de Maisonneuve ouest., bureau 1501, Montréal, Québec H3Z 3B8

Tél 514 875-7566 • 1-800 875-7566 **Fax** 514 875-9611

www.pwlcapital.com/fr/equipements/equipe-parkyn-doyon-la-rochelle/

Mise à jour: 27 novembre, 2019