

Les fonds communs de placement canadiens à capital variable : évaluation des vulnérabilités potentielles

Sandra Ramirez, Jesus Sierra Jimenez et Jonathan Witmer

- Les fonds communs de placement offrent aux particuliers l'accès à tout un éventail de titres. À l'échelle mondiale, ces fonds ont connu une croissance marquée ces dernières années et jouent désormais un rôle important dans de nombreux marchés de titres, si bien que les organismes de réglementation se sont penchés sur les vulnérabilités éventuelles du secteur.
- Il ressort de notre étude que les vulnérabilités découlant des fonds de placement canadiens sont actuellement limitées :
 1. Les fonds ont suffisamment de liquidités, compte tenu de la liquidité sous-jacente de leurs placements, de même qu'un bassin d'investisseurs stable, atouts qui limitent les risques liés à la transformation de la liquidité et des échéances.
 2. Comme la réglementation des valeurs mobilières freine le recours au levier financier, le ratio de levier de chaque fonds et les expositions aux produits dérivés sont restreints.
 3. Même les plus grands fonds ne jouent pas un rôle dominant au sein des marchés de titres dans lesquels ils investissent.

moindres grâce aux économies d'échelle et une vaste gamme de titres mis à la portée des particuliers. Dans le cas des fonds communs à capital variable, les investisseurs peuvent quotidiennement acheter ou vendre des parts¹.

Les fonds communs de placement prennent de plus en plus d'importance sur les marchés financiers internationaux. Par exemple, les fonds américains détiennent maintenant 20 % des obligations de sociétés américaines et des obligations étrangères appartenant à des résidents américains, soit deux fois plus qu'avant la crise financière mondiale de 2007-2009 (Graphique 1). Bien que l'actif géré des fonds de placement canadiens se soit accru dans la foulée, cette croissance a été plus modérée. Sur le marché des obligations autres que les obligations d'État et celui des obligations étrangères, par exemple, leur importance relative n'a pas connu la même progression². Par ailleurs, les fonds communs de placement canadiens représentent une fraction moins grande du PIB que les fonds américains. La valeur des actifs à long terme des fonds communs de placement canadiens s'élevait à 1,1 billion de dollars canadiens en décembre 2014, soit environ 54 %

Introduction

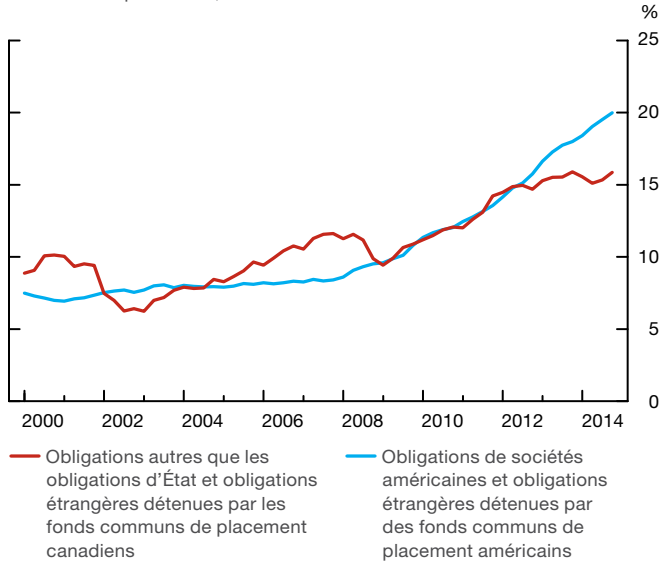
Un fonds de placement est une structure d'investissement gérée par des spécialistes qui met en commun des sommes déposées par des particuliers et des entreprises afin de les investir dans des titres. Il canalise l'épargne vers des placements productifs par l'intermédiaire des marchés de capitaux et il apporte aux investisseurs un certain nombre d'avantages comparativement aux placements directs, dont l'accès à un portefeuille diversifié et à des gestionnaires aguerris, des coûts de transaction

¹ Les fonds de titres à capital fixe, à l'inverse, émettent un nombre déterminé de parts lors d'un premier appel public à l'épargne, lesquelles parts peuvent ensuite s'échanger sur les marchés secondaires. Les porteurs ne peuvent vendre leurs parts, sauf à d'autres porteurs ou au fonds concerné. Comme leur nom l'indique, les fonds négociés en bourse (FNB) sont cotés sur une place boursière. Contrairement aux fonds de titres à capital fixe, le nombre de parts d'un FNB peut varier après le premier appel public à l'épargne, du fait de tout participant autorisé. Foucher et Gray (2014) analysent les avantages des FNB, leurs vulnérabilités et les risques qui s'y rattachent.

² Les obligations autres que les obligations d'État comprennent les obligations ordinaires et les obligations non garanties dont l'échéance initiale est supérieure à un an émises par des entreprises canadiennes. Ces titres peuvent être libellés en dollars canadiens ou en devises et ils englobent les titres adossés à des créances hypothécaires, les Obligations hypothécaires du Canada et d'autres obligations dont la société émettrice est soutenue par l'État.

Graphique 1 : Les fonds communs de placement américains sont de plus en plus présents sur le marché des obligations de sociétés américaines

Proportion de l'encours des titres de créance détenu par des fonds communs de placement, données trimestrielles



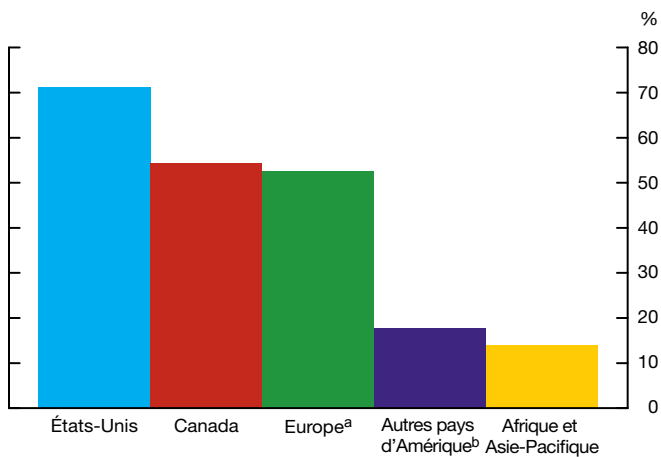
Nota : Les obligations étrangères sont les titres obligataires acquis par des résidents auprès de non-résidents.

Sources : Statistique Canada et Réserve fédérale américaine

Dernière observation : 31 décembre 2014

Graphique 2 : Au Canada, le secteur des fonds communs de placement représente 54 % du PIB

Actifs à long terme des fonds communs de placement, en proportion du PIB



a. L'Europe comprend tous les pays du continent européen.

b. Les autres pays d'Amérique regroupent les pays d'Amérique du Nord et du Sud (hormis les États-Unis et le Canada).

Sources : Investment Company Institute et *The World Factbook* de la CIA

Dernière observation : 31 décembre 2014

du PIB du Canada³. Par comparaison, la valeur des actifs à long terme des fonds communs de placement américains représentait plus de 70 % du PIB des États-Unis en 2014 (Graphique 2)⁴.

Sur le plan de la stabilité financière, l'importance grandissante des fonds communs de placement doit être vue d'un bon œil puisque, conformément à la réglementation des valeurs mobilières, ces fonds sont plus transparents et recourent moins au levier financier que bon nombre d'autres entités participant au marché (Encadré 1). Comme les exigences réglementaires touchant les fonds propres et la liquidité viennent modifier la capacité qu'ont les banques commerciales d'intervenir comme intermédiaires sur les marchés de titres, le rôle d'investisseurs tels que les fonds communs de placement devrait s'élargir sur ces marchés.

Étant donné la place de plus en plus grande qu'occupent les fonds communs de placement sur les marchés mondiaux, et en particulier la taille imposante de certains fonds ou des portefeuilles d'actifs gérés par un seul gestionnaire, le Conseil de stabilité financière et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSF-OICV, 2015), de même que l'office de la recherche financière (OFR, 2013) aux États-Unis, ont exprimé leurs appréhensions, inquiets à l'idée que les vulnérabilités des fonds communs de placement puissent être des canaux pour la transmission de tensions à l'ensemble du système financier. Plus précisément, en raison du service de transformation de la liquidité et des échéances qu'ils assurent, les grands fonds à capital variable pourraient, dans certaines circonstances, ne pas disposer de liquidités et d'autres actifs liquides en quantité suffisante pour faire face à une forte hausse des demandes de remboursement. Ce manque de liquidités risque, au bout du compte, d'entraîner des ventes d'actifs en catastrophe ainsi que des pertes pour les investisseurs, les créanciers et des contreparties comme les banques commerciales. À leur tour, ces effets pourraient amplifier les chocs à l'intérieur de marchés financiers plus vastes si les expositions des contreparties, et les fonds en cause, sont de grande taille.

Nous analysons dans le présent rapport les vulnérabilités potentielles des fonds communs canadiens à capital variable destinés aux placements à long terme⁵. Nous

³ Cette estimation de l'Institut des fonds d'investissement du Canada exclut les fonds du marché monétaire.

⁴ La taille relative du marché des fonds de placement dans chaque pays dépend vraisemblablement de plusieurs facteurs structurels, comme les politiques touchant les pensions et les impôts, de même que le cadre réglementaire.

⁵ Vu la petite taille du secteur, nous ne nous étendons pas sur les fonds du marché monétaire, où le risque de remboursement peut être particulièrement élevé, puisque le prix des parts est non pas variable, mais fixe (Witmer, 2012). L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV, 2012) a formulé des recommandations dans le but de réduire les risques systémiques associés aux fonds du marché monétaire.

Encadré 1

La réglementation des fonds communs de placement canadiens

Au Canada, la distribution et la vente des parts de fonds communs de placement sont réglementées par les commissions provinciales des valeurs mobilières. Un organisme non officiel regroupant des représentants de ces commissions, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), coordonne les organismes provinciaux au moyen de règlements de portée nationale¹. Le principal cadre réglementaire qui régit les fonds communs de placement à capital variable se trouve dans le *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement*, lequel comporte des exigences opérationnelles concernant la garde des actifs d'un fonds, la structure des frais de gestion de portefeuille et le rachat des parts². Il comprend aussi des restrictions touchant les ventes à découvert, la concentration de propriété, le recours au levier financier et l'utilisation des produits dérivés, de même que des dispositions qui limitent la capacité des fonds d'entreprendre des opérations de financement par titres. Outre le *Règlement 81-102*, d'autres règlements fournissent des directives supplémen-

taires : les obligations d'information sont précisées dans le *Règlement 81-101* et le *Règlement 81-106*; les exigences relatives à la constitution de comités indépendants d'examen des fonds, dans le *Règlement 81-107*; enfin, les règles relatives aux pratiques de vente figurent au *Règlement 81-105*.

Certains fonds sont régis par le *Règlement 81-104 sur les fonds marché à terme*, de sorte qu'ils peuvent investir dans des produits dérivés et produits de base d'une manière que n'autorise pas le *Règlement 81-102*. Par ailleurs, les fonds peuvent demander à être dispensés des exigences prévues dans ce règlement. Récemment, comme les gestionnaires de fonds ont exprimé le souhait d'offrir des fonds qui ne respectent pas les limites imposées par le *Règlement 81-102*, l'ACVM a présenté des propositions sur la création de fonds alternatifs qui seraient autorisés à appliquer des stratégies et à effectuer des placements actuellement interdits par le *Règlement 81-102*. Dans le cadre de ces propositions, l'ACVM étudie des commentaires sur diverses questions, notamment sur la façon dont ces fonds alternatifs devraient être nommés, sur le niveau maximum de leur ratio de levier et sur la possibilité ou non de les laisser procéder à des ventes à découvert au-delà des limites indiquées dans le *Règlement 81-102* (Autorités canadiennes en valeurs mobilières, 2015).

1 Pour en savoir plus sur l'ACVM, voir : http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?ID=77&LangType=1036.

2 Par exemple, un fonds peut suspendre les rachats si les opérations normales sur les titres, qui représentent au moins 50 % de ses actifs, sont discontinuées sur des places boursières, ou s'il en reçoit l'autorisation de l'organisme de réglementation concerné.

examinons d'abord les vulnérabilités au sein du secteur des fonds communs de placement, puis celles qui pourraient passer de ce secteur au système financier canadien. Il nous apparaît que ces vulnérabilités sont en général limitées.

Les fonds communs de placement canadiens et leurs vulnérabilités potentielles

La Banque du Canada a relevé quatre vulnérabilités au sein du système financier canadien susceptibles de faire naître un risque systémique : l'asymétrie entre financement et liquidité, le levier financier, la tarification des risques et l'opacité (Christensen et autres, 2015); c'est sur ces vulnérabilités qu'elle base son approche. Comme les fonds communs de placement sont généralement transparents (c'est-à-dire qu'ils publient chaque semestre le contenu de leur portefeuille), nous nous intéressons aux deux premières vulnérabilités : l'asymétrie entre financement et liquidité, puis le levier financier.

En ce qui concerne le financement et la liquidité, il y a peu de vulnérabilités

Les fonds communs de placement permettent aux investisseurs de détenir des actifs non liquides (c'est-à-dire qui ne peuvent être vendus rapidement ni servir de marge ou de garantie) ou des titres à échéance éloignée, par l'intermédiaire d'un véhicule qui procure quotidiennement des liquidités. Cependant, cette possibilité de transformer les échéances et la liquidité expose le fonds à de nombreuses demandes de rachat et peut donner aux premiers arrivés un avantage si le prix de rachat des parts est supérieur au prix de cession des actifs sous-jacents. Cette situation peut se présenter pour les fonds du marché monétaire dont les parts se vendent à un prix fixe, mais elle est moins probable pour les fonds communs de placement à long terme examinés ici, puisque le prix de leurs parts varie. Dans ce cas-ci, les premiers arrivés peuvent jouir d'un avantage si le fonds doit assumer de lourds coûts de liquidation lorsqu'il vend ses actifs, coûts dont le prix payé aux porteurs (valeur liquidative ou VL)

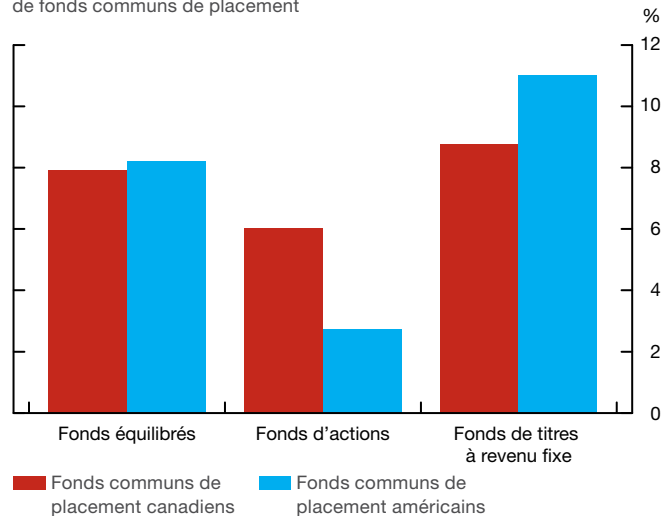
ne tient pas compte⁶. Comme l'avantage du premier arrivé est plus net lorsque le fonds détient plutôt des actifs non liquides, qui font rarement l'objet d'opérations (Chen, Goldstein et Jiang, 2010), le risque que représentent les demandes de remboursement pour la stabilité financière sera visiblement plus important s'agissant des fonds à revenu fixe aux actifs moins liquides.

Les remboursements massifs réalisés par un fonds ou un groupe de fonds ne devraient pas, en tant que tels, dénaturer les prix de marché des actifs sous-jacents. Trois conditions doivent être remplies pour que des remboursements de grande ampleur débouchent sur des ventes en catastrophe déstabilisantes⁷ : a) toutes les autres sources de liquidité du fonds sont épuisées, si bien que le fonds doit se départir de ses titres moins liquides pour répondre aux demandes de remboursement; b) la vente effectuée par le fonds (ou le groupe de fonds) est considérable pour la taille du marché dans lequel elle se produit; c) les autres investisseurs et les teneurs de marché — qui fourniraient normalement des liquidités au fonds en achetant ou en vendant des actifs sous-jacents — doivent également être en difficulté, au point où il faudrait leur consentir un énorme rabais sur les titres proposés.

De manière générale, les fonds communs de placement canadiens semblent gérer efficacement ce risque de liquidité. En premier lieu, la proportion d'actifs non liquides que peut contenir leur portefeuille est limitée⁸; du reste, ceux qui possèdent des actifs non liquides doivent, et c'est le cas, détenir plus de liquidités et équivalents que les autres. Les fonds qui investissent dans les titres à revenu fixe, par exemple, détiennent plus de liquidités et équivalents que les fonds d'actions, puisque les actions sont une forme de placement normalement considérée comme plus liquide (Graphique 3)⁹. Dans la catégorie des titres à revenu fixe, les fonds américains composés de titres peu liquides détiennent plus de liquidités (Fonds monétaire international, 2015). En deuxième lieu, le

Graphique 3 : Les fonds aux actifs peu liquides tendent à posséder plus de liquidités

Pourcentage moyen de liquidités et équivalents au sein des portefeuilles de fonds communs de placement



Nota : Les fonds de fonds sont exclus de ces données.

Source : Morningstar

Dernière observation : 31 janvier 2015

montant moyen des réserves de liquidités d'un fonds peut couvrir les remboursements dans presque toutes les circonstances. Le fonds de titres à revenu fixe type conserve assez de liquidités et équivalents pour faire face à des remboursements particulièrement nombreux¹⁰. En outre, les fonds communs de placement canadiens ont surtout une clientèle de particuliers qui investissent essentiellement à long terme¹¹. Bien qu'il soit théoriquement possible, par exemple, que tous les porteurs de parts de fonds canadiens de titres à revenu fixe exigent simultanément un remboursement, les flux financiers de ces fonds sont restés stables au cours des périodes de tensions antérieures (Graphique 4)¹². Par ailleurs, aux États-Unis, les décaissements mensuels par catégorie n'ont jamais été élevés, même lorsque les marchés subissaient des turbulences (Collins, 2015).

⁶ Cet effet peut être limité pour deux raisons. Premièrement, le gestionnaire du fonds est tenu d'agir équitablement envers les porteurs de parts, sans accorder d'avantage à certains d'entre eux (par exemple à l'endroit des premiers arrivés). Deuxièmement, s'il y a des remboursements massifs, le gestionnaire s'en rend généralement compte le jour même et peut tenter de vendre des actifs moins liquides avant la fin de la journée, de sorte que le prix de fin de journée payé aux porteurs intègre le coût de ces remboursements.

⁷ Par vente en catastrophe, on entend la vente d'actifs à bas prix (Shleifer et Vishny, 2011).

⁸ Le Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement prévoit que les organismes de placement collectif ne doivent pas avoir placé plus de 15 % de leur valeur liquidative dans des actifs non liquides.

⁹ Pour éviter le double comptage, les auteurs ont exclu de leur analyse les fonds de fonds (ceux qui investissent dans d'autres fonds au lieu de détenir directement des titres), dont il sera question dans une autre section du présent rapport.

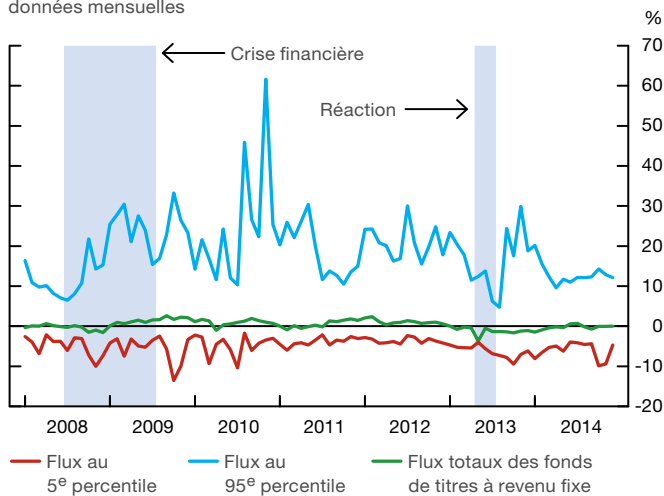
¹⁰ En 2013, environ 10 % de l'actif du fonds de titres à revenu fixe type se composait d'équivalents de liquidités, alors que, globalement, seulement 5 % des fonds de titres à revenu fixe ont connu des décaissements mensuels supérieurs à 6 % de leur actif cette année-là.

¹¹ Pendant la crise financière, les fonds institutionnels du marché monétaire américain ont enregistré plus de décaissements que les fonds destinés aux particuliers ne l'avaient fait au cours de l'hémorragie de capitaux subie par le fonds Reserve Primary en septembre 2008 (McCabe, 2010; Schmidt, Timmermann et Wermers, 2014).

¹² Le Graphique 4 montre les mesures, au 5^e et au 95^e percentile, des flux nets mensuels des fonds de titres à revenu fixe et l'évolution des flux de l'ensemble des fonds. Par exemple, en décembre 2012, le 5^e percentile des flux nets était de -4,2 %, ce qui signifie que 5 % des fonds de titres à revenu fixe accusaient une baisse des flux nets de 4,2 % (autrement dit, leurs décaissements nets étaient supérieurs à 4,2 %) ce mois-là.

Graphique 4 : Les flux financiers des fonds canadiens de titres à revenu fixe sont restés stables lors de périodes de tensions antérieures

Nouveaux flux de liquidités nets en pourcentage des actifs gérés, données mensuelles



Nota : Il s'agit de la réaction des marchés, pendant l'été 2013, à l'annonce faite par l'ex-président de la Réserve fédérale Ben Bernanke dans une allocution le 22 mai, d'une éventuelle modération du rythme de rachat d'actifs par la Réserve fédérale.

Sources : Morningstar et Institut des fonds d'investissement du Canada

Dernière observation : 31 décembre 2014

Le levier financier des fonds communs de placement canadiens est restreint

Le levier financier permet à un fonds commun de placement d'accroître son exposition à un actif donné ou à une catégorie d'actifs. En plus de la possibilité que lui offre l'emprunt, le fonds peut obtenir synthétiquement un effet de levier par l'achat de produits dérivés ou de produits structurés comportant un effet de levier intrinsèque¹³. Il arrive que ce type d'exposition au moyen d'un tel levier synthétique soit plus économique et liquide qu'un placement direct dans des titres du marché sous-jacent¹⁴. Un lourd endettement peut cependant accentuer les pressions financières, car il accroît aussi la probabilité d'appels de marge, de contraintes de liquidité et, à terme, de ventes d'actifs. Il se peut aussi que les pertes d'un fonds soient transmises par contagion aux créanciers et aux contreparties, au nombre desquels pourraient se trouver des institutions financières d'importance systémique.

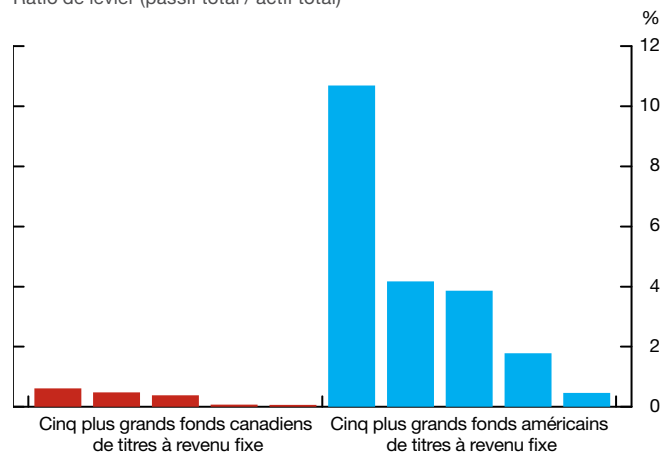
Au Canada, la réglementation des valeurs mobilières plafonne le levier financier. Par exemple, suivant le *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement*, les emprunts de liquidités et la constitution « d'une sûreté

¹³ Par exemple, aux États-Unis, 65 des 100 premiers fonds de titres à revenu fixe (selon la classification établie en 2004) ont utilisé des swaps sur défaut entre 2004 et 2008, et la valeur notionnelle totale moyenne de ces swaps relativement à la VL du fonds est passée de 2 % à près de 14 % (Adam et Guettler, 2010).

¹⁴ Les particuliers préfèrent peut-être avoir accès aux produits dérivés par l'intermédiaire de fonds communs de placement; en effet, ils y ont difficilement accès autrement, parce que les sommes en jeu sont trop importantes ou que l'opération n'est pas rentable (Johnson et Yu, 2004).

Graphique 5 : Le ratio de levier des fonds de titres à revenu fixe canadiens est bas

Ratio de levier (passif total / actif total)



Nota : Les fonds de fonds sont exclus de ces données.

Sources : Morningstar et rapports annuels

ou semestriels les plus récents des fonds Dernière observation : 31 mars 2015

sur un élément d'actif du portefeuille » sont permis seulement s'il s'agit de mesures provisoires pour répondre à des demandes de rachat de titres ou réaliser une opération; de plus, l'encours des emprunts ne doit pas excéder 5 % de la valeur liquidative du fonds. En outre, le *Règlement* établit des limites concernant l'exposition aux produits dérivés, les ventes à découvert et les opérations de financement par titres. De ce fait, tous les grands fonds communs de placement de titres à revenu fixe au Canada affichent un ratio de levier (ratio du passif à l'actif) inférieur à 1 % (Graphique 5)¹⁵. Par comparaison, le ratio de levier des plus grands fonds de titres à revenu fixe américains peut atteindre 11 %, mais la plupart de ces dettes sont des engagements liés à l'acquisition de titres de placement. Aucun des grands fonds communs de placement canadiens n'a de passif lié à des produits dérivés (valeur marchande des expositions en cours) supérieur à 0,5 % de son actif¹⁶. Il semble donc peu probable que les problèmes d'un créancier ou d'une contrepartie à des opérations sur dérivés puissent être une source de tensions pour ces fonds. De même, il est peu plausible que les difficultés éprouvées par l'un de ces fonds entraînent des pertes substantielles pour ses créanciers ou ses contreparties, d'autant que ces dernières sont généralement plus importantes que le fonds lui-même.

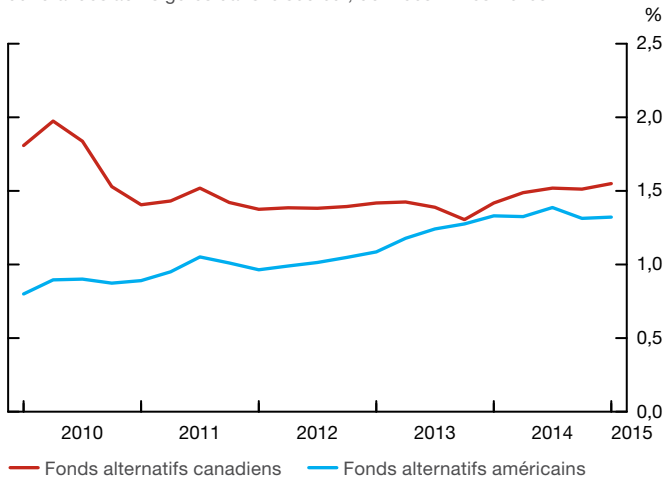
Les fonds alternatifs (faisant appel public à l'épargne, ils détiennent des actifs ou appliquent des stratégies de placement non autorisés par le *Règlement 81-102*) peuvent être exposés à un plus grand risque de rachat

¹⁵ Le ratio de levier des plus importants fonds d'actions et fonds équilibrés est même plus modeste.

¹⁶ Les rapports annuels publiés par les fonds ne contiennent pas d'informations sur les expositions futures.

Graphique 6 : Les fonds alternatifs représentent moins de 2 % du secteur

Actifs gérés par les fonds alternatifs canadiens et américains en pourcentage du total des actifs gérés dans le secteur, données trimestrielles



Nota : Les fonds de fonds sont exclus de ces données.
Source : Morningstar Dernière observation : 31 mars 2015

que les fonds traditionnels, puisque certains possèdent des actifs non liquides (par exemple, biens immobiliers) ou utilisent plus de produits dérivés que les fonds traditionnels (Encadré 1)¹⁷. Toutefois, comme les actifs des fonds alternatifs représentent moins de 2 % des actifs des fonds communs de placement canadiens, il est peu probable que les tensions dans ce secteur se propagent (Graphique 6).

Les vulnérabilités du système financier canadien attribuables aux fonds communs de placement

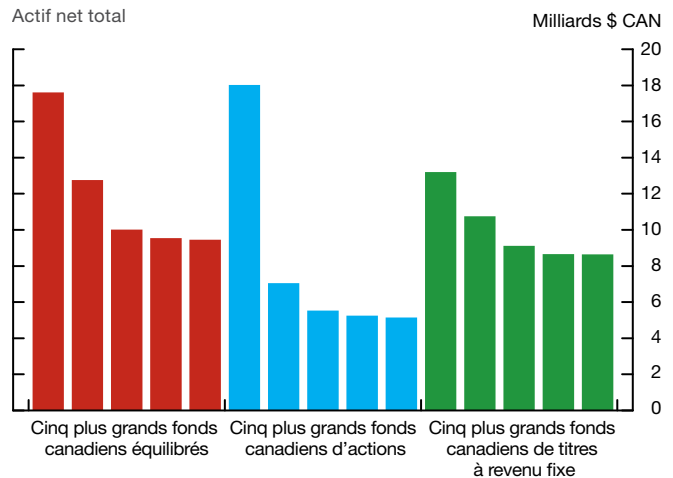
Il est peu probable qu'un choc défavorable subi par un fonds commun de placement soit une source de tensions pour l'ensemble du système financier canadien, car ces fonds ne sont pas assez importants ni fortement reliés à d'autres parties du système.

Aucun fonds commun de placement canadien n'est assez important pour être un foyer de tensions systémiques

Les plus grands fonds communs de placement au Canada ne dominent pas les marchés dans lesquels ils investissent. Seuls six fonds canadiens (un fonds d'actions, deux fonds de titres à revenu fixe et trois fonds équilibrés) affichent des actifs supérieurs à 10 milliards de dollars

¹⁷ Bien que les fonds de couverture utilisent des stratégies qui s'appuient sur l'effet de levier et les produits dérivés, ils gèrent le risque de liquidité connexe en imposant des restrictions en matière de rachat, comme un plafonnement (retraits quotidiens maximums équivalant à un pourcentage de l'actif net du fonds) ou des périodes de blocage.

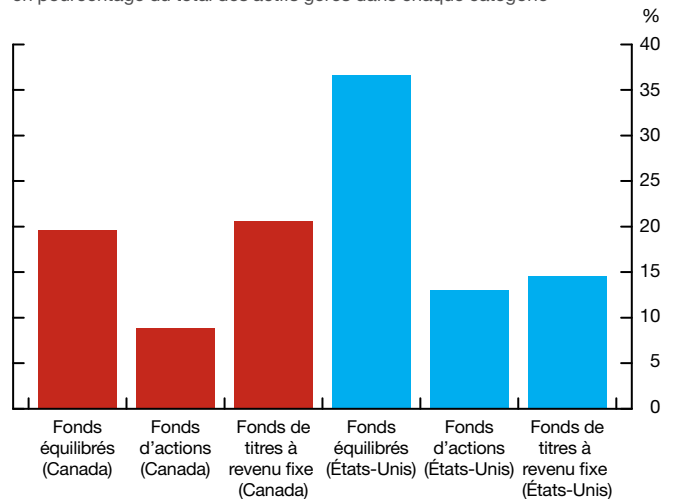
Graphique 7 : Au Canada, seuls six fonds communs de placement gèrent des actifs de plus de 10 milliards de dollars canadiens



Nota : Les fonds de fonds sont exclus de ces données.
Sources : Morningstar et rapports annuels ou semestriels les plus récents des fonds Dernière observation : 31 décembre 2014

Graphique 8 : Les grands fonds ne sont pas dominants sur leur propre marché

Actifs gérés par les cinq plus grands fonds canadiens et américains, en pourcentage du total des actifs gérés dans chaque catégorie



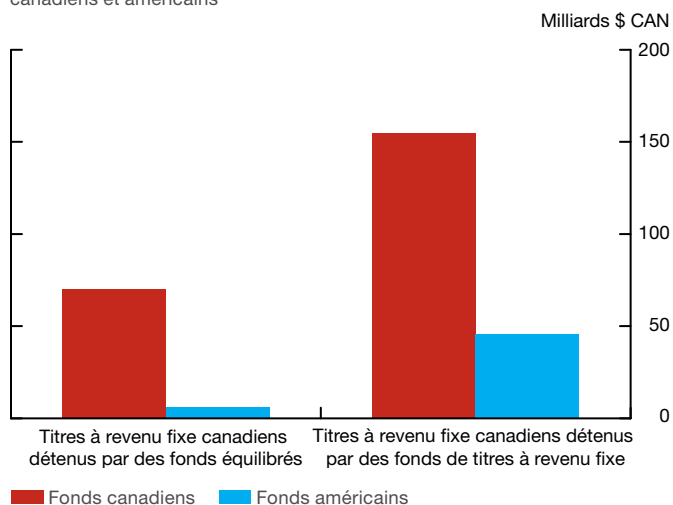
Nota : Les fonds de fonds sont exclus de ces données.
Source : Morningstar Dernière observation : 31 décembre 2014

canadiens (Graphique 7)¹⁸. Quatre d'entre eux détiennent surtout des actions et représentent moins de 1 % de la capitalisation totale de la Bourse de Toronto. De surcroît, ils n'occupent pas une position dominante par rapport à d'autres fonds de leur catégorie. Les cinq plus importants fonds d'actions, fonds équilibrés et fonds de titres à revenu fixe canadiens, par exemple, détiennent 9 %, 20 % et 21 % des portefeuilles gérés dans chacune des catégories respectives d'actifs (Graphique 8).

¹⁸ Il s'agit du dixième du seuil établi par le Conseil de stabilité financière (CSF) dans sa première série de critères destinés à identifier les fonds d'importance systémique mondiale (CSF-OICV, 2015).

Graphique 9 : Les fonds américains possèdent moins de titres à revenu fixe canadiens que les fonds canadiens

Titres à revenu fixe canadiens détenus par les fonds communs de placement canadiens et américains



Nota : Les fonds de fonds sont exclus de ces données.

Source : Morningstar

Dernière observation : 31 décembre 2014

Les fonds à revenu fixe domiciliés aux États-Unis sont des participants importants mais non dominants des marchés obligataires canadiens

Bien que certains fonds domiciliés aux États-Unis soient les plus importants, recourent plus à l'effet de levier et aient une structure plus complexe que les fonds canadiens, le risque de voir le marché canadien être gagné par des tensions auxquelles serait soumis un de ces fonds étrangers est limité. Il est vrai que les plus grands fonds de titres à revenu fixe américains font figure de géant auprès de leurs équivalents canadiens, mais ils détiennent moins d'actifs canadiens que les plus grands fonds canadiens. En outre, globalement, les fonds américains possèdent moins de titres à revenu fixe canadiens que les fonds canadiens (Graphique 9).

Il est peu probable que les fonds se livrent simultanément à une liquidation déstabilisante de titres à revenu fixe peu liquides

Les fonds de titres à revenu fixe ont des objectifs semblables et bon nombre évaluent leurs résultats en fonction du même indice de référence, ce qui signifie qu'ils sont exposés aux mêmes chocs et aux mêmes risques. En décembre 2014, environ 60 % des fonds de titres à revenu fixe canadiens (d'après le type d'actifs gérés) mesuraient leur rendement en fonction des performances de l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada¹⁹. Les gestionnaires de fonds qui suivent l'évolution du même indice pourraient avoir des réactions

similaires en période de tensions. Par exemple, craignant de perdre son emploi si les rendements qu'il a obtenus sont inférieurs à ceux de ses pairs, un gestionnaire pourrait être porté à imiter les stratégies de placement d'autres gestionnaires de fonds appartenant à la même catégorie. Cette « peur de la dernière place » pourrait aussi inciter des gestionnaires à vendre des placements au même moment que leurs homologues²⁰.

Les indices de référence les plus suivis regroupent généralement une forte proportion de titres liquides et bien cotés. Par ailleurs, environ 30 % des instruments à revenu fixe sont détenus directement par des fonds équilibrés, qui réservent une bonne partie de leur portefeuille aux actions car celles-ci sont plus liquides. Par conséquent, il est peu probable que ces fonds se livrent à des liquidations déstabilisantes de titres à revenu fixe peu liquides. Qui plus est, les flux de liquidités des fonds de titres à revenu fixe sont demeurés stables dans tous les compartiments de ce secteur pendant les périodes de tensions antérieures (Graphique 4).

Il est peu probable qu'une famille de fonds communs de placement serve de vecteur de tensions

Une famille de fonds communs de placement est constituée d'un groupe de fonds administrés et vendus par la même société de gestion de fonds. Au Canada, les dix plus importantes sociétés de ce genre gèrent près de 70 % de l'actif total des fonds communs de placement canadiens²¹, et la plupart d'entre elles sont des filiales exclusives de banques ou de compagnies d'assurance canadiennes. Il se peut que les tensions d'un fonds se transmettent à d'autres fonds d'une même famille ou à la société de gestion (et à l'institution financière affiliée), mais ce risque est bien contenu.

La société de gestion de fonds et l'institution financière affiliée ne subiront vraisemblablement aucune perte découlant du rendement décevant d'un fonds. Premièrement, comme les fonds constituent des entités juridiques distinctes de la société de gestion et d'autres fonds, leur interdépendance est limitée (Encadré 2). Deuxièmement, contrairement aux fonds du marché monétaire, ces fonds n'offrent aucune garantie implicite concernant le maintien du prix des parts, de sorte qu'il ne faut pas s'attendre à ce que la société de gestion ou l'entreprise affiliée soutiennent un fonds affichant de mauvais résultats. Troisièmement, même si, dans de rares cas, la société de gestion ou l'entreprise affiliée

²⁰ Morris et Shin (2014) montrent comment cette peur de la dernière place peut causer une hausse brutale des primes de risque après un léger resserrement de la politique monétaire. La hausse est d'autant plus marquée que s'accroît la participation des fonds de placement aux marchés.

²¹ En guise de comparaison, rappelons qu'au 31 décembre 2013, la part de l'actif des fonds communs de placement américains gérés par les dix plus grandes sociétés américaines s'élevait à 53 %.

¹⁹ D'autres indices de référence sont souvent des sous-indices d'indices plus largement suivis.

Encadré 2

La structure juridique des fonds communs de placement canadiens à capital variable

Un fonds commun de placement à capital variable est un véhicule d'investissement géré par des spécialistes, qui permet de réunir l'argent de particuliers et d'entreprises et de le placer dans des titres. Au Canada, la plupart des fonds communs à capital variable (environ 90 %) sont structurés en fiducie, si bien qu'ils forment une entité juridique distincte de la société de gestion qui les administre et des autres fonds apparentés¹. Les investisseurs sont les porteurs de parts du fonds (c'est-à-dire ses propriétaires). Le gestionnaire du fonds est l'entité qui l'établit, qui dirige ses activités et opérations, et qui offre les services nécessaires à l'exploitation du fonds ou les obtient d'un tiers (Tableau 2-A). Dans certains cas, ces tiers sont affiliés au gestionnaire du fonds.

¹ Au Canada, les sociétés d'investissement à capital variable ont récemment pris de l'expansion et leurs actifs correspondent désormais à la tranche restante de 10 % de l'actif des fonds communs de placement canadiens. Ces sociétés ont gagné en popularité parce qu'elles offrent des avantages fiscaux que n'apportent pas les fonds communs de placement. Une seule société peut réunir plusieurs fonds, chacun composé d'un type de parts différent. Ainsi, bien qu'il s'agisse d'entités juridiques distinctes de la société de gestion, les fonds d'une société d'investissement ne forment pas des entités juridiques distinctes les unes des autres.

Tableau 2-A : Organisation et gestion d'un fonds commun de placement à capital variable

Partie prenante	Responsabilités
Porteurs de parts	Ils possèdent une fraction de l'actif du fonds.
Comité indépendant d'examen	Il examine les questions touchant les conflits d'intérêts et formule des recommandations à ce sujet; donne son avis sur la gestion du fonds; prépare un rapport annuel sur les activités du fonds. Le comité indépendant d'examen se compose de personnes sans lien de dépendance avec le gestionnaire du fonds et les entités qui lui sont liées.
Gestionnaire du fonds	Il crée le fonds; tient lieu de fiduciaire de l'actif du fonds; en dirige les activités et opérations; offre les services nécessaires à l'exploitation du fonds (comme la gestion de portefeuille) ou les obtient d'un tiers.
Distributeur principal	Il met en marché et vend les parts du fonds.
Dépositaire	Il assure la garde des actifs du fonds, et ce, séparément, pour protéger les intérêts des porteurs de parts.
Vérificateur	Il certifie les états financiers du fonds.
Agent comptable	Il tient un registre des détenteurs des parts du fonds.
Agent prêteur	Il administre les opérations de prêt de titres réalisées par le fonds.

Source : Banque du Canada, à partir de renseignements figurant dans plusieurs prospectus simplifiés

offraient des garanties explicites au fonds, le risque auquel les banques s'exposeraient alors entraînerait l'application de normes prudentielles sur les fonds propres et la liquidité²². Enfin, puisque les fonds sont beaucoup plus petits que les institutions financières auxquelles ils sont apparentés, même si un soutien était nécessaire, les grandes banques canadiennes devraient être en mesure de composer avec les tensions provenant des fonds des sociétés de gestion affiliées.

Quant aux fonds de fonds, ils représentent une source de vulnérabilité également limitée. Au Canada, environ le quart de l'actif des fonds communs de placement se trouve dans des fonds de fonds, dont le plus considérable pèse 17 milliards de dollars canadiens. Étant donné leur structure, les fonds de fonds pourraient être des vecteurs de contagion au sein d'une famille de fonds communs de placement, mais permettraient aussi de contrecarrer l'effet des sorties de capitaux enregistrées par les fonds sous-jacents. Un fonds de

fonds pourrait par exemple acheter des parts d'un fonds sous-jacent, réduisant ainsi le risque de voir les sorties de capitaux observées conduire à une vente en catastrophe pour ce fonds sous-jacent²³.

Conclusion

Les fonds communs de placement ont connu une croissance marquée au Canada et ailleurs dans le monde. Comme cette croissance résulte d'un changement démographique, à la faveur duquel une population vieillissante choisit d'augmenter son épargne-retraite — tendance qui pourrait bien se poursuivre (Haldane, 2014) —, il importe de comprendre la nature des vulnérabilités que cette transformation pourrait engendrer dans le système financier. Dans l'ensemble, les plus grands fonds communs de placement canadiens ne constituent pas pour l'instant un véritable foyer de vulnérabilités pour le système financier canadien. Ils n'occupent pas une

²² Occasionnellement, la société de gestion de fonds ou l'une de ses filiales s'engage à soutenir le fonds, par exemple en achetant certains de ses actifs (comme des prêts hypothécaires) ou en lui fournissant de la liquidité quand le montant des rachats ne peut être couvert par les actifs liquides dont dispose ce fonds.

²³ Bhattacharya, Lee et Pool (2013) apportent des preuves de l'existence de ce mécanisme. Certains fonds de fonds effectuent des versements fixes dans leurs fonds sous-jacents, ou rééquilibrent automatiquement leurs propres portefeuilles. Par conséquent, il se peut qu'en achetant des parts d'un fonds sous-jacent, leur intention ne soit pas nécessairement de lui fournir une réserve de liquidité.

position dominante dans leur marché respectif et, du fait de la réglementation, ils utilisent de manière limitée le levier financier. En outre, ils ont des liquidités et d'autres sources de liquidité en quantité suffisante pour couvrir les demandes de rachat des investisseurs. Par ailleurs, les fonds qui investissent dans des titres moins liquides tendent à conserver relativement plus de liquidités et d'actifs liquides.

Les fonds communs de titres à revenu fixe forment une tranche non négligeable des marchés canadiens des obligations de sociétés et des obligations d'État. C'est pourquoi une vente en catastrophe provoquée par des sorties de capitaux pourrait, du moins en principe, contribuer de manière significative à la volatilité des prix dans ces marchés. L'expérience des épisodes précédents de tensions montre toutefois que le nombre

de demandes de rachat a été modéré, ce qui porte à croire que cette source de vulnérabilité potentielle est contenue. En dernier lieu, même si bon nombre de sociétés canadiennes de gestion de fonds sont affiliées à de grands établissements bancaires, ces derniers ne risquent pas véritablement de subir des pertes liées à des tensions vécues par ces sociétés de gestion; en effet, les fonds et les sociétés de gestion sont des entités juridiques distinctes et aucune attente implicite n'implique que le cours des parts des fonds communs de placement serait soutenu à long terme afin qu'une valeur plancher soit préservée.

Étant donné la croissance persistante des fonds communs de placement et, en principe, le risque que de nouvelles vulnérabilités apparaissent, la Banque du Canada continuera de surveiller l'évolution de ce secteur.

Bibliographie

- Adam, T., et A. Guettler (2010). *The Use of Credit Default Swaps by U.S. Fixed-Income Mutual Funds*, document de travail n° 2011-01, FDIC Center for Financial Research.
- Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2015). *Le point sur l'encadrement des fonds d'investissement alternatifs*, avis 81-326 du personnel des ACVM. Internet : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2015/2015fev12-81-326-avis-acvm-fr.pdf>.
- Bhattacharya, U., J. H. Lee et V. K. Pool (2013). « Conflicting Family Values in Mutual Fund Families », *The Journal of Finance*, vol. 68, n° 1, p. 173-200.
- Chen, Q., I. Goldstein et W. Jiang (2010). « Payoff Complementarities and Financial Fragility: Evidence from Mutual Fund Outflows », *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n° 2, p. 239-262.
- Christensen, I., G. Kumar, C. Meh et L. Zorn (2015). « L'évaluation des vulnérabilités du système financier canadien », *Revue du système financier*, Banque du Canada, présente livraison, p. 43-53.
- Collins, S. (2015). « Why Long-Term Fund Flows Aren't a Systemic Risk: Past Is Prologue », *Viewpoints*, Investment Company Institute, 18 février.
- Conseil de stabilité financière et Organisation internationale des commissions de valeurs (CSF-OICV) (2015). *Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions*, deuxième document consultatif, 4 mars.
- Fonds monétaire international (2015). « The Asset Management Industry and Financial Stability », *Global Financial Stability Report*, chapitre 3, avril.
- Foucher, I., et K. Gray (2014). « Les fonds négociés en bourse : évolution des avantages, des vulnérabilités et des risques », *Revue du système financier*, décembre, p. 43-53.
- Haldane, A. G. (2014). *The Age of Asset Management?*, discours prononcé à la London Business School, Londres (Angleterre), 4 avril.
- Johnson, L. D., et W. W. Yu (2004). « An Analysis of the Use of Derivatives by the Canadian Mutual Fund Industry », *Journal of International Money and Finance*, vol. 23, n° 6, p. 947-970.
- McCabe, P. E. (2010). *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2010-51.
- Morris, S., et H. S. Shin (2014). *Risk-Taking Channel of Monetary Policy: A Global Game Approach*, document de travail, Université de Princeton, 25 janvier.

Office of Financial Research (OFR) (2013). *Asset Management and Financial Stability*, septembre.

Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (2012). *Policy Recommendations for Money Market Funds*, octobre.

Schmidt, L., A. Timmermann et R. Wermers (2014). *Runs on Money Market Mutual Funds*, document de travail, Université de la Californie (San Diego) et Université du Maryland.

Shleifer, A., et R. Vishny (2011). « Fire Sales in Finance and Macroeconomics », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n° 1, p. 29-48.

Witmer, J. (2012). *Does the Buck Stop Here? A Comparison of Withdrawals from Money Market Mutual Funds with Floating and Constant Share Prices*, document de travail n° 2012-25, Banque du Canada.