Appel de la Coalition pour les protection des investisseurs

***Claude Béland**, ancien président du Mouvement Desjardins*
***Claude Castonguay**, Fellow invité du Centre interuniversitaire de recherche CIRANO*
***Rosaire Couturier,** ancien président-directeur général de l'Institut des banquiers canadiens*
***René Delsanne,** professeur de mathématiques, Université du Québec à Montréal (UQAM)*
***Andrée De Serres**, professeur, Université du Québec à Montréal (UQAM)*
***Reynald N. Harpin,** ancien responsable des caisses de retraite d'Alcan*
***Pierre Fortin,** professeur, Université du Québec à Montréal (UQAM)*
***Holger Kluge**, ancien président de CIBC pour les particuliers et les entreprises*
***Bernard Landry**, ancien premier ministre du Québec*
***Jean-Luc Landry,** associé principal de LandryMorin*
***Robert Pouliot**, vice-président du Centre d'excellence fiduciaire (CEFEX)*
***Michel Roux**, doyen, Faculté de Sciences économiques et de Gestion, Université Paris 13*
***Yves Séguin**, ancien ministre des Finances et membre de plusieurs conseils*

-------- Organismes accordant leur appui au mémoire de la Coalition --------

***Centre d'excellence fiduciaire** (CEFEX)*
***Confédération des Syndicats Nationaux** (CSN), Claudette Carbonneau*
***Fédération des Aînés du Québec (FADOQ),** Karine Genest*
***Groupe inter-disciplinaire de recherche en éthique financière** (GIREF)*
***Mouvement d'Education et de Défense des Actionnaires** (MEDAC), Claude Béland,*
***National Pensioners & Senior Citizens Federation** (NPSCF), Art Field, président*
***Regroupement indépendant des conseillers financiers du Québec** (RICIFQ), Larry Bathurst*
***Regroupement des Associations de retraités du Mouvement Desjardins,** Jacques Desbiens,*
***Small Investor Protection Association** (SIPA), Stan Buell*
***Union des Artistes du Québec** (UdA), Raymond Legault*

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

*t*Table des matières

1. PARTIE I : INTRODUCTION ET CONTEXTE 1

1.1 PRÉAMBULE 1

1.2 MEMBRES DE LA COALITION 2

1.4 PROBLÉMATIQUE ET ENJEUX 5

1.5 SOMMAIRE EXÉCUTIF ET TABLEAU DES REPONSES 13

2. PARTIE II : RÉPONSES ET RECOMMANDATIONS 15

2.1 GOUVERNANCE DES FONDS D'INVESTISSEMENT (OU FONDS COMMUNS DE PLACEMENTS) 15

2.1.1 Le Régulateur 15

2.1.2 Séparation des rôles 17

2.2 INFORMATION ET ÉDUCATION 31

2.2.1 Que proposez-vous pour améliorer les connaissances des investisseurs en matière de choix des placements et des risques encourus ? 31

2.3 SURVEILLANCE ET CONTRÔLE 42

2.3.2 Échange d'information 42

2.3.3 Pénalisation 44

2.4 CORRECTION ET INDEMNISATION 45

2.4.1 Fonds d'indemnisation contre la fraude fiduciaire 45

3. PARTIE III : CONCLUSION ET SOMMAIRE DES RECOMMANDATIONS 48

ANNEXE I 52

A) LEXIQUE TERMINOLOGIQUE 52

B) MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS 56

VS. UNILEVER SUPERANNUATION FUND: 56

COUPABLE OU NON COUPABLE ? 56

3.1.2 Les trois faiblesses de MLIM 57

3.1.3 Les trois faiblesses de Unilever Superannuation Fund 59

ANNEXE II : 61

EXTRAIT DU PROJET DE LOI 29 - LOI MODIFIANT LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES ET D'AUTRES DISPOSITIONS LÉGISLATIVES 61

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

ANNEXE III : 63

Les effets de la révolution de l'industrie fiduciaire et 63

ce que cela veut dire pour les investisseurs québécois 63

ANNEXE IV : 70

Pourquoi fonds de pension rime avec fonds mutuels ? 70

Le nouveau défi de la convergence 70

ANNEXE V 74

SÉCURITÉ PASSIVE VS SÉCURITÉ ACTIVE 74

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

1. PARTIE I : INTRODUCTION ET CONTEXTE

1.1 PRÉAMBULE

Ce mémoire est l'oeuvre d'une coalition de professionnels et de chercheurs visant à alerter le gouvernement et l'opinion publique sur les importants changements de la gestion de l'épargne collective depuis dix ans. Ces changements affecteront profondément les espérances de bien-être et de sécurité de millions d'épargnants au Québec et à travers le Canada pour des générations à venir.

L'affaire Norbourg a soulevé beaucoup plus qu'un scandale. Elle a levé le couvercle sur un état croissant et général d'insécurité financière. Crise de confiance, frais financiers élevés et manque de concurrence, profonde mutation des caisses de retraite qui reportent sur le particulier la responsabilité fiduciaire d'antan, volatilité accrue des marchés financiers, complexité croissante des instruments, et prolongement indû de la chaîne de décision fiduciaire. Pas étonnant que les Québécois aient peine à s'y retrouver. Trois idées maîtresses fondent ce mémoire.

- Le **phénomène de convergence fiduciaire** (caisse de retraite, fonds mutuels, épargne par assurance, etc) bouleverse nos habitudes et place désormais la **réglementation sur une base de contrôle de risques** plutôt que sur une approche de règles ou même de principes. Cela veut dire passer de la sécurité passive de prescriptions à la sécurité active de responsabilisation.
- Au lieu de porter toute notre attention sur les produits, il est **impératif de s'intéresser davantage à ceux qui les font, soit les sociétés de gestion**. C'est eux qui sont désormais au centre du marché. Leur comportement peut modifier beaucoup d'habitudes : les critères d'allocation de ressources, le développement d'investissements socialement plus responsables, le contrôle des initiés, le suivi des pratiques de meilleure exécution, etc. Et pourtant, c'est une profession qui au Québec, comme dans le reste du Canada d'ailleurs, est peu **représentée.**
- L'urgence de **rendre l'investisseur pleinement responsable** en lui donnant toute une série d'outils lui permettant de devenir plus autonome. Il faudra bien une demi-génération pour atteindre la pleine autonomie. D'ici là, il faudra intervenir par le biais des conseillers, des courtiers et des distributeurs. Il faudra aussi définir les droits et

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

devoirs fiduciaires et permettre à l'investisseur de mieux évaluer ses besoins. Un raz-de marée de retraités s'annonce d'ici dix ans et le système risque d'être mis à rude épreuve. C'est maintenant qu'il faut agir avec une politique d'ensemble

1.2 MEMBRES DE LA COALITION

***Claude Béland**, ancien président du Mouvement Desjardins 1987-2000*

***Claude Castonguay**, Fellow invité au Centre interuniversitaire de recherche CIRANO*

***Rosaire Couturier,** ancien président-directeur général de l'Institut des banquiers canadiens et membre du conseil d'Universitas*

***René Delsanne,** professeur de mathématiques, Université du Québec à Montréal (UQAM) et membre du conseil de plusieurs caisses de retraite (UNWRA, Banque Laurentienne, Ville de Montréal, Université du Québec)*

***Andrée De Serres**, professeur, directrice du programme MBA en financement d'entreprise, Université du Québec à Montréal (UQAM), et co-directrice du Groupe interdisciplinaire de recherche en éthique financière (GIREF)*

***Reynald Harpin,** responsable de la gestion des actifs des caisses de retraite d'Alcan jusqu'en février 2005, expert-conseil en placement, administrateur de diverses sociétés et membre de comités de placement et de retraite*

***Pierre Fortin,** professeur, Département des sciences économiques, Université du Québec à Montréal (UQAM), et ancien président de l'Association canadienne d'Economique*

***Holger Kluge**, ancien président de CIBC pour les particuliers et les entreprises et membre du conseil de Husky Oil, Hutchison Whampoa Ltd, Hongkong Electric Holdings Ltd et de ShoppersDrug Mart*

***Bernard Landry**, ancien premier ministre du Québec et ministre des Finances*

***Jean-Luc Landry,** associé principal, LandryMorin, président sortant, Association des conseillers financiers du Québec*

***Robert Pouliot**, directeur général de rating Capital Partners SA, vice-president et co-fondateur du Centre d'excellence fiduciaire (CEFEX),*

***Michel Roux**, doyen, Faculté de Sciences économiques et de Gestion, Université Paris 13 et co-fondateur du Groupe interdisciplinaire de recherche en éthique financière (GIREF)*

***Yves Séguin**, ancien ministre québécois des Finances, auteur du rapport de la Commission sur le déséquilibre fiscal et membre du conseil d'Interinvest.*

Organismes ayant accordé leur appui au mémoire de la Coalition

***Fédération des Aînés du Québec (FADOQ),** représentée par Karine Genest, directrices des programmes (www.**fadoc**.ca) - Le FADOQ parle au nom de 282,000 aînés répartis dans 847 clubs à travers le Québec.*

***Confédération des Syndicats Nationaux** (CSN), représentée par Claudette Carbonneau, présidente (www.**csn**.qc.ca) - On estime que la CSN compte environ 300,000 membres.*

***Mouvement d'Education et de Défense des Actionnaires** (MEDAC), représenté par Claude Béland, administrateur (www.**medac**.qc.ca)*

***National Pensioners & Senior Citizens Federation** (NPSCF), représentée par Art Field, président (http://npscf.org) - La NPSCF représente un million de membres ainés de plus de 50 ans à travers le Canada*

***Small Investors Protection Association (**SIPA), (Association pour la protection des petits investisseurs), représenté par Stan Buell, président (www.sipa.ca/home.htm) - Avec siège social à Markham, Ontario, la SIPA a plus de 500 membres répartis dans neuf provinces avec des représentants en Ontario, Alberta et Colombie-Britannique.*

***Le GIREF** est le Groupe interdisciplinaire de recherche en éthique financière (GIREF), mettant en collaboration des professeurs de l'UQAM et de l'Université Paris 13 et des collaborateurs du milieu des affaires Voir www.giref.uqam.ca*

***Le Centre d'Excellence Fiduciaire (CEFEX**) est une initiative globale en vue de promouvoir les meilleures pratiques fiduciaires auprès de l'industrie de gestion. Ses principaux partenaires sont des certificateurs comme l'Association canadienne de normalisation (Toronto, Cleveland), SAI Global de Sidney, Australie, AFAQ-AFNOR de Paris, la Fondation des Études Fiduciaires de Pittsburg et Rating Capital Partners SA du Luxembourg. Voir www.cefex.ca*

***L'Union des artites du Québec**, le plus grand syndicat culturel du Québec (6,900 membres actifs, 4,800 membres) stagiaires, représenté par Raymond Legault, président, Caisse de sécurité des artistes www.uniondesartistes.com*

***Regroupement indépendant des conseillers de l'industrie financière du Québec** (RICIFQ), représenté par Larry Bathurst, président, www.regroupement.ca, qui appuie les principales recommandations.*

***Regroupement des associations de retraités du Mouvement Desjardins** (RICIFQ), représenté par Jacques Desbiens, secrétaire (3000 membres)*

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Objectifs

Ce mémoire poursuit trois objectifs :

- commenter **l'état actuel de l'industrie de la gestion** de portefeuille pour les fonds communs de placement (FCP);
- mettre en **lumière le rôle croissant que ces FCP joueront dans l'épargne** courante des Québécois et comment ils affecteront dans leur sillage des centaines de caisses de retraite dans un vaste mouvement de convergence;
- proposer une **vision d'ensemble et des mesures pratiques** pour faciliter la prise en charge par les Québécois de leur épargne à moyen et long terme.

Compte tenu de la charge de toute réglementation, l'esprit du mémoire souhaite limiter l'intervention du régulateur aux stricts besoins d'un équilibre juste et naturel du risque fiduciaire en vue :

- de servir l'ensemble des usagers du marché de capitaux ;
- et de responsabiliser au maximum les intermédiaires et les investisseurs, particulièrement les investisseurs institutionnels.

Le principe fondamental de ce mémoire est d'optimiser l'accès au marché et de permettre aux investisseurs de préserver leur capital.

S'il faut affirmer les droits et devoirs de l'investisseur, le Législateur doit aussi mettre en avant la responsabilité fiduciaire de tous les professionnels qui gèrent, administrent, intermédient et conservent pour le compte de tiers sans être propriétaire des capitaux. Faire une **distinction entre ceux qui donnent des avis et ceux qui n'en donnent pas correspond de moins en moins à la réalité**. Les frontières deviennent trop étroites pour dresser une clôture aussi illusoire. Fondons-nous sur les métiers qui, hormis les banques commerciales et les sociétés de crédit (finance, affacturage et crédit-bail), sont pour la plupart à prédominance fiduciaire (voir à l'Annexe I le lexique

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

sur tous les concepts du risque et de la fiabilité fiduciaire). D'où l'importance de mieux définir qui fait quoi et de définir les contraintes fiduciaires de chacun.

Tenter d'imposer des mesures uniques et légiférer pour tous de manière universelle se révèle une option moins efficace que l'adoption de **règles particulières de proximité** qui peuvent réussir à colmater les brèches ou à réduire les risques des zones les plus vulnérables d'une société. Ainsi, dans le cadre du droit d'accès universel à la sécurité de revenu, une approche de risque tiendrait compte :

- des retraités qui ne peuvent plus reconstituer leur cheptel d'épargne;
- des personnes seules et handicapées qui sont souvent des proies faciles à des conditions de marché inadaptées à leurs besoins;
- des jeunes en début de carrière qui ont trop tendance à esquiver la discipline d'épargne et de sécurité sociale, soit par manque d'expérience, de savoir ou par simple négligence;
- ou de mères célibataires et de personnes en difficulté sociale.

Le mémoire introduit le concept de **sécurité active et sécurité passive** (voir Annexe V). Par cette approche, une surveillance à deux niveaux peut s'exercer. Une plus universelle, tenant compte des prescriptions faites par les deux grands gendarmes du monde que sont les États-Unis et l'Union Européenne. Dans un monde plat et globalisant, il devient de plus en plus difficile d'aller à l'encontre des grands courants réglementaires. C'est la sécurité passive, inscrite dans les lois et règlements, qui peut s'exercer par le concept de passeport[1], déjà en force au Canada. C'est dans cet esprit qu'à l'instar de la clause de la nation la plus favorisée, nous préconisons une réglementation de « l'investisseur le plus favorisé ».

[1] Le concept de passeport équivaut à créer des outils de reconnaissance agréés sur une base de réciprocité par diverses autorités de réglementation. Ainsi, un agent fiduciaire accrédité par la SEC aux Etats-Unis ou la BC Securities Commission serait automatiquement reconnu par l'AMF au Québec.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

L'autre approche offre un meilleur sense de proximité. Plus flexible, dynamique et locale, la sécurité active peut être mise en place sans contredire l'universalisme des meilleures règles canadiennes, américaines ou européennes, tout en tenant compte des contraintes particulières à chaque communauté.

1.4 PROBLÉMATIQUE ET ENJEUX

Les fonds communs de placement constituent le premier choix d'investissement de millions de Québecois et Canadiens pour l'épargne-retraite, les épargnes courantes et les dépenses liées à l'éducation. Or, les Québécois devront au cours des prochaines décennies compter plus que jamais sur leurs épargnes pour assurer leur qualité de vie et leur retraite. C'est pourquoi l'efficacité de la politique du gouvernement du Québec en matière de protection et de stimulation de l'épargne représente un enjeu critique pour la société québécoise.

En portant son attention sur les fonds communs de placement (FCP), la Commission des finances publiques a mis le doigt sur le **cœur de l'épargne collective au Québec**. Les fonds mutuels ou FCP sont au centre de la planète de l'épargne et de l'investissement. Le fonds mutuel est le pivot autour duquel gravitent de plus en plus de caisses de retraites (à contributions déterminées), de programmes d'assurances et de REER collectifs. Un phénomène important de **convergence fiduciaire** est en train de survenir, éliminant la frontière classique entre investisseurs institutionnel et individuel. Cette convergence se retrouve dans les **projets de loi 29**, modifiant la **Loi sur les valeurs mobilières** et d'autres dispositions législatives, et **30**, modifiant la **Loi sur les régimes complémentaires de retraite,** dans le règlement 81-107, introduisant un

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Comité d'examen indépendant pour les fonds communs de placement (FCP), ainsi que dans la présente consultation de la Commission parlementaire sur les FCP.

Voilà pourquoi ce mémoire met en garde le Législateur contre la tentation de **vouloir isoler artificiellement le modèle des fonds communs de placement des autres modes d'épargne et d'investissement**. Il propose des mesures visant les FCP en invitant toutefois le gouvernement à revoir les fondements qui encadrent l'ensemble des modes d'épargne et d'investissement. En adoptant les fonds communs de placements comme fil conducteur, ce mémoire fait souvent référence aux caisses de retraite pour en tirer les parallèles et mettre en avant les points de convergence sur les thèmes de conflits d'intérêts, d'indemnisation contre la fraude, d'outils d'évaluation des sociétés de gestion, de partage d'information à l'échelle collective.

« Un phénomène important de convergence fiduciaire est en train de survenir. La pratique de l'épargne est devenue à la fois trop centrale et fongible pour restreindre le regard du Législateur aux seuls fonds communs de placement appellés fonds mutuels. Les frontières classiques entre investisseurs institutionnels et individuels ou entre avertis et non avertis sont en voie d'extinction »

Le gouvernement du Québec fait face au défi de procurer à ses citoyens un cadre favorisant **l'innovation et la concurrence** tout en assurant la protection des épargnes. Les derniers scandales n'ont fait qu'accentuer le problème de la concurrence en éloignant les investisseurs des gestionnaires de petite et moyenne taille. En décembre 2005, les dix principales sociétés offrant des fonds communs au Canada géraient près de 78 % de l'actif des fonds canadiens.[2] La situation est encore plus critique au Québec qui compte moins de 5% des actifs canadiens de fonds mutuels

[2] Statistiques de l'IFIC citées dans le rapport de consultation de la Commission des finances publiques. Les fonds communs de placement : la protection des épargnants du Québec, Mars 2006, p.5.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

gérés dans la province[3]. Le cas de Norbourg, aussi spectaculaire soit-il, est en réalité complètement marginal par rapport à la taille de l'industrie. C'est en autre à ce problème que s'adresse le projet de **fonds d'indemnisation** : augmenter l'offre par la participation d'un plus grand nombre d'intervenants, réduire les conséquences de fraude et forcer la marche de meilleures pratiques.

L'ouverture des frontières est également indispensable pour permettre aux Québécois d'avoir accès à des produits financiers innovateurs, performants et plus économiques, incitant les fournisseurs locaux à se dépasser et à faire évoluer leurs produits. Car les produits financiers canadiens sont les plus chers du monde, une réalité mainte fois démontrée par plusieurs études indépendantes. Deux choses l'une. Soit le Législateur canadien maintient ce protectionisme qui empêche de profiter des avantages du libre marché de l'ALENA et offre en contrepartie une vigilance bien supérieure à celle prévalant aux Etats-Unis et en Europe. Soit le Législateur ouvre enfin le marché canadien aux forces étrangères et permet aux Canadiens de profiter des tarifs américains qui sont les plus bas du monde.

« Augmenter l'offre par la participation d'un plus grand nombre d'intervenants, réduire les conséquences de fraude et forcer la marche de meilleures pratiques »

[3] La Banque Nationale du Canada (fonds Banque Nationale et Altamira), le Mouvement Desjardins, et Standard Life arrivent respectivement au 12e ,15e et au 21e rang selon l'Institut des fonds d'investissement du Canada. Power Corp. contrôle le plus grand manufacturier de fonds mutuels au Canada : IGM Financial Inc. (Investors' Group, Mackenzie Financial et Counsel Group of Funds). Power contrôle aussi trois autres sociétés de gestion institutionnelle (Great-West Life Investment Management, London Capital Management et Laketon Investment Management du groupe Canada Life). La direction de ces sociétés (IGM et Great-West Life) est basée à Winnipeg, Manitoba.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

L'ouverture à l'utilisation maximale de techniques innovatrices en finance doit être compensée par un **fort système de contrôle et de prévention de risques**. Le Québec doit adopter des mesures de contrôle et de surveillance des services financiers et des fonds d'investissement aussi sévères que les autres juridictions avoisinantes, que ce soit les États-Unis ou l'Ontario, et même au besoin, s'inspirer de l'Europe où certaines directives des autorités de Bruxelles ou de Londres sont en avance sur le reste du monde. Le principe de « passeport financier » doit être au centre de la stratégie québécoise avec une multiplication d'accords bilatéraux. C'est la notion de la clause de « **l'investisseur le plus favorisé** » que devrait suivre l'AMF selon les nouvelles dispositions du Projet de loi 29[4] : chaque fois qu'un régulateur avoisinant innove et améliore les conditions d'accès au marché, l'AMF devrait emboîter le pas dans la limite de compatibilité. Des mesures moins exigeantes favoriseraient la répétition de situations problématiques comme Norbourg, Lancer, Norshield, Mount Real, etc. Par contre, des mesures trop inconoclastes nous exposeraient à l'isolement, à une offre de produits réduite et retarderait le développement de l'industrie. Nous ne croyons pas que ce soit la voie à emprunter.

« Clause de "l'investisseur le plus favorisé": chaque fois qu'un régulateur avoisinant innove et améliore les conditions d'accès au marché, l'AMF devrait emboîter le pas dans la limite de compatibilité »

[4] Ce projet de loi modifie la Loi sur les valeurs mobilières afin d'ajouter de nouveaux instruments au processus de reconnaissance mutuelle déjà instauré en 2004 afin d'assurer un régime complet de coopération entre les provinces et les territoires canadiens en matière de valeurs mobilières. Il prévoit à cet effet des dispositions permettant de conclure des ententes avec les gouvernements ou les autorités en valeurs mobilières des autres provinces ou territoires concernant la délégation de pouvoirs, la reconnaissance mutuelle et l'intégration par renvoi. Ces pouvoirs seront exercés par le gouvernement ou par l'Autorité des marchés financiers, avec l'autorisation de celui-ci. Il prévoit également des dispositions permettant à l'Autorité des marchés financiers d'utiliser ces mêmes outils par règlement ou par décision ou ordonnance dans un cadre réglementaire prédéterminé. Il permet enfin à l'Autorité, au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières ou à un organisme d'auto-réglementation reconnu de rendre une décision ou ordonnance en se fondant sur une décision d'une autre autorité en valeurs mobilières canadienne.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

D'un autre côté, la multiplication et la complexification des produits oblige les consommateurs de produits d'épargne et d'investissement à accorder une attention nouvelle à ce qu'on leur offre et à faire **preuve plus que jamais de savoir et de discernement**. Pour ce faire, les épargnants ont besoin de **formation, d'information et d'outils appropriés**. On ne peut pas parler de responsabilisation et d'obligation de « connaître votre gestionnaire » sans leur en donner les moyens. Nous sommes d'avis que la politique du gouvernement du Québec devrait être dirigée vers l'accompagnement des épargants et soutenir de façon intensive et prioritaire le développement d'outils et d'indicateurs simples et accessibles leur permettant d'être en mesure de mieux choisir leurs produits financiers. Le développement d'outils tels que des sites webs d'information, un **observatoire de l'épargne, une charte des droits et devoirs fiduciaires, des mécanismes de certification et de notation fiducaires auraient aussi comme effet d'encourager chez les gestionnaires le souci de se comparer**, de suivre et d'adopter les meilleures pratiques dans l'industrie de la gestion.

« Un observatoire de l'épargne, une charte des droits et devoirs fiduciaires, des mécanismes de certification et de notation fiducaires auraient aussi comme effet d'encourager chez les gestionnaires le souci de se comparer, de suivre et d'adopter les meilleures pratiques dans l'industrie de la gestion »

C'est parce que cette industrie est un vecteur stratégique à la fois dans le domaine financier pour le Québec[5] et dans l'allocation générale de ressources que le Législateur doit porter un regard neuf sur l'ensemble de l'industrie de la gestion qui,

[5] Un gestionnaire de portefeuille crée environ 15 emplois en amont et en aval, selon les statistiques compilées par la Cité de Londres et la Fondation Place financière de Genève. C'est un des plus forts multiplicateurs d'emplois de toutes les industries.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

jusqu'à la fin des années 70, recrutaient parmi les plus grands professionnels nord-américains[6]. La pratique de l'épargne est devenue trop centrale et fongible pour restreindre le regard du Législateur aux seuls fonds communs de placement ou fonds mutuels. Les frontières classiques entre investisseurs institutionnels et individuels ou entre avertis et non avertis sont en voie d'extinction. Le modèle traditionnel de réglementation était fondé sur la nécessité de protéger le petit investisseur[7], présumant que la taille de ses investissements était proportionnelle à sa connaissance de la finance. En conséquence, de nombreuses mesures ont été intégrées dans le cadre législatif pour obliger les intermédiaires de marché à « connaître leurs clients » pour leur conseiller des produits financiers appropriés.

« Comme l'investisseur n'est pas encore prêt, il faut outiller les conseillers et réduire les conflits susceptibles de nuir aux intérêts du client final. C'est ce qui s'est produit chez Norbourg et Portus. De conseiller à distributeur à gestionnaire à fonds, plus personne ne connaissait les conditions dans lesquelles opérait le gestionnaire car plus personne n'était responsable »

La situation a bien changé. La distinction classique entre grands et petits investisseurs, tous confrontés au problème croissant de choix et d'allocation stratégique, qui a inspiré le modèle actuel de réglementation financière, ne traduit plus la réalité. Une grande partie des épargnes des individus transitent désormais par des véhicules de fonds collectifs gérés par des professionnels. Le défi du petit investisseur n'est plus d'évaluer les entreprises pour y investir. Désormais, son défi

[6] Les trois grandes écoles de la gestion à Montréal furent Sun Life, le fonds du CN et la Caisse de dépôt et placement du Québec, tandis que l'Université Laval formait parmi les plus grands actuaires du pays de nombreuses personnalités de la gestion en Amérique du nord.

[7] Le parallèle de cela est l'attention portée aux individus dans les cas de fraude ou d'abus fiduciaires. Une enquête réalisée par le New York Times (27 août 2006) sur le cas des fusions/acquisitions aux Etats-Unis démontre que la SEC accorde généralement trop d'attention aux personnes physiques plutôt qu'aux investisseurs et intermédiaires institutionnels dans leur poursuite d'indemnisation et de correction de conduite.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

est d'évaluer le produit financier qui se dresse entre lui et les entreprises, soit le fonds commun de placement et son gestionnaire, parfois des distributeurs et même des conseillers.

Pour effectuer son choix, l'investisseur doit maintenant évaluer autant la gouvernance du fonds dans lequel il veut investir que la fiabilité et les stratégies de la société de gestion qui s'en charge. Il faut donc lui procurer des outils, des indicateurs et des références pour qu'il puisse effectuer cette tâche de comparaison et d'évaluation de gestionnaires. Et comme l'investisseur n'est pas encore prêt, il faut outiller les conseillers et réduire les conflits susceptibles de nuire aux intérêts du client final. C'est ce qui aurait pu être évité chez Norbourg et Portus. De conseiller à distributeur à gestionnaire à fonds, plus personne ne connaissait les conditions dans lesquelles opérait le gestionnaire. D'où l'importance de créer des **registres de conseillers et de fonds collectifs**.

« Le défi de l'investisseur n'est plus d'évaluer les entreprises pour y investir. Son défi maintenant est d'évaluer le produit financier qui se dresse entre lui et les entreprises, soit le fonds commun de placement et son gestionnaire, parfois des distributeurs et même des conseillers »

De plus, si on veut vraiment que les citoyens prennent en main leur retraite, l'examen des fonds communs doit être l'occasion d'inclure les autres organismes de placement collectif (fonds de pension, les fonds distincts, les fonds à capital variable - Sicav, les REER collectifs, les fonds d'épargne-études, etc.) par voie de comparaison et de complémentarité.

Si la sécurité des fonds collectifs est prioritaire, la question centrale qui sous-tend toute politique nationale d'épargne est l'information et la compréhension pour faire les

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

bons choix. Sans encadrement adéquat, sans éducation et sans évaluation pour connaître leurs gestionnaires de fonds d'investissements, les Québécois risquent de voir fondre une partie importante de leur sécurité de revenu au fil des quinze prochaines années.[8]

[8] Plusieurs études démontrent que les régimes à contributions déterminées engendrent des rentes beaucoup plus faibles que celles qui sont offertes par les régimes à prestations déterminées.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

1.5 SOMMAIRE EXÉCUTIF ET TABLEAU DES REPONSES

Ce mémoire :

- répond à 13 des 16 questions soulevées par la Commission des finances publiques ;
- fait 18 recommandations (voir aussi Partie III : Conclusion et sommaire des recommandations) ;
- en proposant de mettre sur pied une véritable politique d'épargne et d'investissement au Québec avec toute une série de supports visant à responsabiliser l'ensemble des acteurs.

Le mémoire divise ses réponses et ses recommandations en quatre parties. Chacune de ces parties sont mises en contexte, avec certaines références renvoyant à des annexes séparées (la révolution de l'industrie fiduciaire, la nouvelle convergence des fonds mutuels et des caisses de retraite).

1. La première partie porte sur la gouvernance fiduciaire et l'ensemble des mesures requises ex-ante pour prévenir des cas de fraude, d'abus ou de négligence.

2. La deuxième partie porte sur les politiques à moyen et long terme d'information et d'éducation, fondées sur l'objectif de responsabilisation des intervenants et l'autonomie de l'investisseur.

3. La troisième partie porte sur les politiques de surveillance et de contrôle, fondées sur les besoins de suivi des intermédiaires.

4. La quatrième partie porte sur les mesures de correction ex-post et d'indemnisation des investisseurs.

Un lexique détaillé en Annexe I reprend à la fin toute la terminologie liée au risque et à l'analyse fiduciaire.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Nous répondons aux questions de la Commission en les regroupant en quatre sections : Partie 2.1 Gouvernance; Partie 2.2 Information et éducation; Partie 2.3 Surveillance et contrôle; Partie 2.4 Fonds d'indemnisation.

Question # 1. Seriez-vous favorable à la séparation des rôles dans l'industrie des FCP ? Question # 2. Et quels sont, d'après vous, les avantages et les inconvénients d'une telle séparation ?	Gouvernance	Section 2.1.2
Question # 3. La mise en place d'un CEI permettrait-elle de mieux protéger les investisseurs québécois? Question # 4. Ce mécanisme peut-il nuire aux petites firmes qui veulent œuvrer dans le marché québécois des FCP et avantager, par conséquent, les grandes institutions ?	Gouvernance	Section 2.1.2 (2)
Question # 5. L'échange d'information et une meilleure concertation avec les services policiers contribueraient-ils à améliorer la protection des épargnants ? Question # 6. Est-il nécessaire d'apporter des amendements aux lois en vigueur pour améliorer les échanges d'information entre les organismes de réglementation et les organismes responsables de la vérification ? Question # 7. Doit-on procéder à des amendements législatifs pour permettre une utilisation efficace, par les services de police, des preuves recueillies par les organismes de réglementation, notamment en matière d'admissibilité de telles preuves devant les tribunaux ?	Surveillance et contrôle	Section 2.3
Question # 8 Trouvez-vous que les investisseurs dans le marché des FCP bénéficient d'une couverture suffisante en vertu des différents mécanismes en place au Québec et au Canada ? Question # 9 Est-il nécessaire d'étendre la couverture du FISF ? Question # 10 Est-il souhaitable d'implanter un régime de recours civil sur les marchés secondaires à l'image de celui adopté en Ontario ?	Fonds d'indemnisation	Section 2.4.1
Question #11. Les peines imposées pour punir les crimes financiers sont-elles assez sévères ? Question # 12 Quelles mesures favorisez-vous pour obtenir un meilleur effet dissuasif ?	Correction et contrôle	Section 2.3.2
Question # 13. Est-il opportun d'abolir, dans certains cas, les frais de sortie du marché des FCP ?	Gouvernance	Section 2.1.1 (5)
Question # 14 L'Autorité des marchés financiers dispose-t-elle, selon vous, des ressources suffisantes pour accomplir sa mission ? Question # 15 Les pouvoirs de l'Autorité doivent-ils être révisés ?	Gouvernance	Section 2.1.1
Question # 16. Que proposez-vous pour améliorer les connaissances des investisseurs en matière de choix des placements et des risques encourus ?	Information et éducation	Section 2.2

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

2. PARTIE II : RÉPONSES ET RECOMMANDATIONS

2.1 GOUVERNANCE DES FONDS D'INVESTISSEMENT (OU FONDS COMMUNS DE PLACEMENTS)

2.1.1 Le Régulateur

(1) L'Autorité des marchés financiers dispose-t-elle, selon vous, des ressources suffisantes pour accomplir sa mission ? Les pouvoirs de l'Autorité doivent-ils être révisés ?

CONSTAT

- Le défi est de bien définir la mission de l'Autorité des marchés financiers (AMF) dans un contexte de transition radicale du métier de régulateur des marchés financiers à travers le monde, passant du stade de règles à celui du contrôle et de la prévention de risques. [9]
- Plusieurs facteurs suggèrent que les ressources de surveillance et d'inspection dans le domaine de la gestion financière d'actifs pourraient être inadéquates pour faire face à des techniques de plus en plus complexes et structurées.
- Il devient de plus en plus difficile pour les différents gouvernements de légiférer et de réglementer de de manière distincte à l'intérieur des limites de leur juridiction territoriale. Le Québec ne peut éviter d'harmoniser sa législation avec celles des autres grandes juridictions avoisinantes. Toutefois, il peut se doter de moyens innovateurs de surveillance ainsi que d'outils d'accompagnement et d'éducation facilitant la décision des épargnants.
- L'AMF a deux défis majeurs :
    a. Le recrutement de professionnels de haut niveau et d'experts capables de dialoguer avec l'industrie et de comprendre les enjeux de la relation fiduciaire pour les investisseurs. Le problème est que les échelles de

[9] Les signataires du mémoire croient en effet que la réglementation publique a profondément évolué depuis 30 ans où elle a franchi trois étapes majeures. Du stade autoritaire de règles absolues (dont s'inspirent encore les normes comptables canadiennes et américaines et les fameuses lois Sarbanes Oxley et Patriot qui coûtent si cher), la réglementation est passée au stade de principes directeurs et de meilleures pratiques (normes comptables internationales, les régulateurs nord-américains de valeurs mobilières et certains régulateurs européens, notamment avec la dernière directive européenne sur les instruments financiers). Le stade le plus avancé est la réglementation basée sur le risque (nouvelle approche de réglementation nucléaire aux EU, de la Financial Service Authority –FSA- en Angleterre et de la Banque des Règlements Internationaux à Bâle)

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

rémunération et les modèles de performance sont difficilement compatibles avec celles de l'industrie, décourageant de nombreux professionnels à joindre les rangs des régulateurs.

b. La qualité et la consistance d'application des règlements pour maintenir une pratique et une image de justice et d'équité. Aujourd'hui, le grand public ne croit pas que les fraudeurs et responsables d'abus fiduciaires sont justement pénalisés lorsqu'ils voient comment eux sont traités comme individus. Cette méfiance à l'égard du traitement par les autorités de financiers vient d'une impression de justice à deux vitesses.

- Comme tout régulateur dont le personnel est souvent loin des pratiques les plus récentes dans l'industrie, l'AMF n'a pas encore pris la vraie mesure du risque fiduciaire auquel sa clientèle est confrontée. C'est ce qui porte plusieurs à dire que le premier régulateur québécois n'est pas en position de déterminer l'ampleur réelle des ressources dont elle a besoin et que le Législateur reste bien incapable de déterminer les besoins et les objectifs réels de l'AMF dans un marché fiduciaire de plus en plus complexe.

- **Le rôle de l'AMF doit être examiné dans le cadre de sa collaboration avec tous les agents de surveillance reconnus comme auto-régulateurs ou agents d'information-clef (agences de notation, bases de classement de fonds, media spécialisés, forums d'experts et de professionnels, etc).**

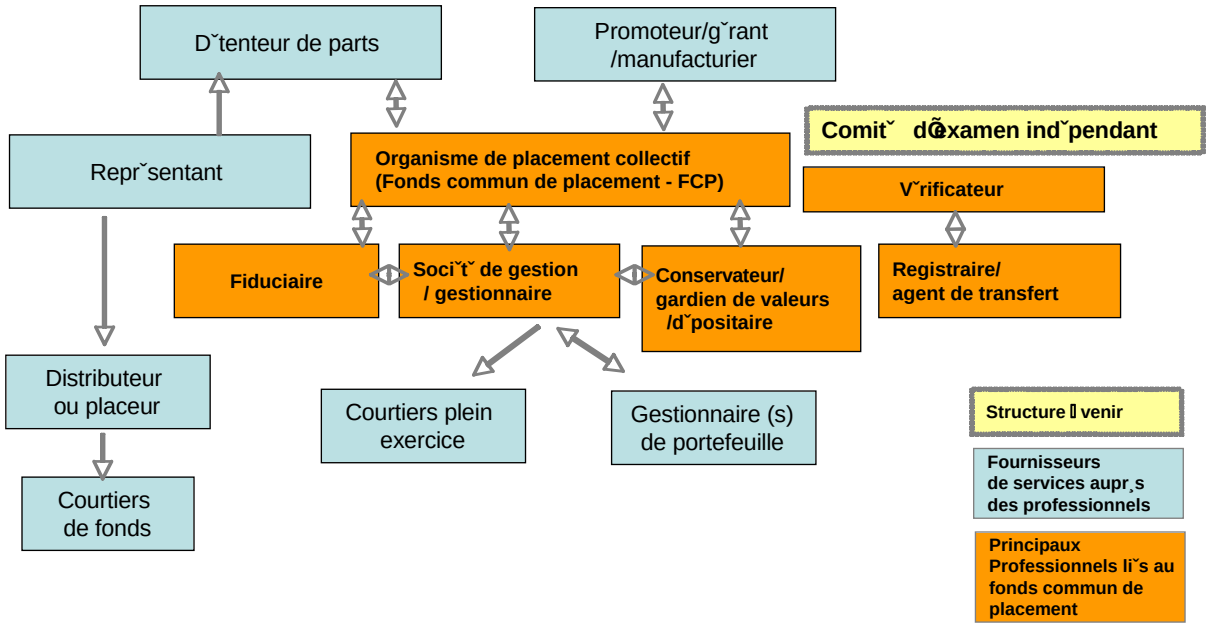
- **Le législateur peut faire appel à une double approche de sécurité pour définir la mission de l'Autorité: une sécurité active (à caractère plus local et distinct) et passive (à caractère plus harmonisateur par rapport aux prescriptions des plus grands régulateurs)**

- **L'Autorité des marchés financiers (AMF) doit disposer des ressources suffisantes pour exercer ses responsabilités et accomplir sa mission.**

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Structure actuelle du fonds commun de placement:

QUI EST VRAIMENT RESPONSABLE AUTOUR DE LA TABLE ?



2.1.2 Séparation des rôles

(1) Seriez-vous favorable à la séparation des rôles dans l'industrie des FCP ? Et quels sont, d'après vous, les avantages et les inconvénients d'une telle séparation ?

CONSTAT

- Un fonds commun de placement (FCP), appelé souvent fonds mutuel, compte en général 6 intervenants ou six fonctions : le gérant promoteur, le fiduciaire, le gestionnaire ou société de gestion, le gardien de valeurs, le dépositaire, le vérificateur.
- Pour des raisons économiques évidentes, les fonctions sont souvent remplies par les mêmes intervenants, sans qu'on ne puisse distinguer vraiment le poids relatif et le rôle critique de chaque fonction de manière distincte et appropriée.
- Six intervenants, cela fait beaucoup, au point où personne ne se sent plus vraiment responsable de la protection des intérêts de l'investisseur et de la pérennité du véhicule de placement.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

- On constate en outre qu'il n'y a pas vraiment d'équilibre entre les intérêts professionnels des intermédiaires financiers et ceux des clients dans un contexte croissant d'anonymat des investisseurs et de banalisation des produits qui caractérisent la gestion de produits de consommation massive.
- En comparant la structure québécoise et européenne pour des véhicules équivalents (FCP et SICAV), on constate qu'il n'y a pas de fiduciaire en Europe et que l'agent de protection des investisseurs est en fait le dépositaire/conservateur (dont les rôles et les fonctions au Canada ont été divisées en deux entre dépositaire et gardien de valeurs). Le dépositaire/conservateur européen dispose d'une autorité et d'une responsabilité beaucoup plus grande qu'en Amérique du Nord. C'est d'ailleurs cela qui a permis aux Britanniques d'éviter le concept de conseil d'administration par fonds ou de CEI.[10]
- Pour commenter la séparation des fonctions et la gouvernance des fonds d'investissement, il nous faut tenir compte des effets de nouvelles mesures législatives et réglementaires adoptées récemment ou en voie de l'être. Ce sont le Projet de loi 29, modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives, déposé en juin 2006 (voir Annexe I) et le Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, lequel a été adopté le 28 juillet 2006 et entrera en vigueur dès le 1er novembre 2006.
- La question est donc la suivante : peut-on réduire le nombre d'intervenants au tour de table en éliminant le fiduciaire et en concentrant les pouvoirs auprès du dépositaire qui deviendrait un gardien de valeurs et/ou l'administrateur (teneur de comptes) ? En outre, ce dépositaire aurait des pouvoirs et des responsabilités accrus pour mieux contrebalancer le gérant/promoteur et gestionnaire (souvent la même personne morale).
- N'y aurait-il pas lieu de penser à une autre alternative en cherchant plutôt à renforcer le rôle du conseil d'administration du gérant et/ou du gestionnaire en imposant des administrateurs indépendants (pour la structure de gestion – pas pour les fonds) ?
- L'avantage: simplifier la structure, renforcer l'imputabilité et faire en sorte que le tandem gérant/gestionnaire représente les intérêts professionnels et que le dépositaire/gardien ou dépositaire administrateur défende la position du client investisseur.

Il est critique de bien distinguer le véhicule de placement (le fonds) de la société qui en assure la gestion (société de gestion). Aujourd'hui, le régulateur semble accorder encore plus d'importance aux véhicules et à leurs agents de distribution qu'au

[10] Lire à cet effet l'excellent mémoire soumis en février 2005 par l'Investment Management Association (IMA-http://www.investmentfunds.org.uk) intitulé : Review of the Governance Arrangements of United Kingdom Authorised Collective Investment Schemes

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

gestionnaire ou société de gestion. Il faut accorder autant d'attention à la gouvernance et à la surveillance de la société de gestion qu'à celles du fonds lui-même. Le Règlement 81-107 propose la création d'un comité indépendant au fonds. Mais il faudrait plus que cela pour que les sociétés de gestion soient en mesure d'être évaluées et comparées par les investisseurs.

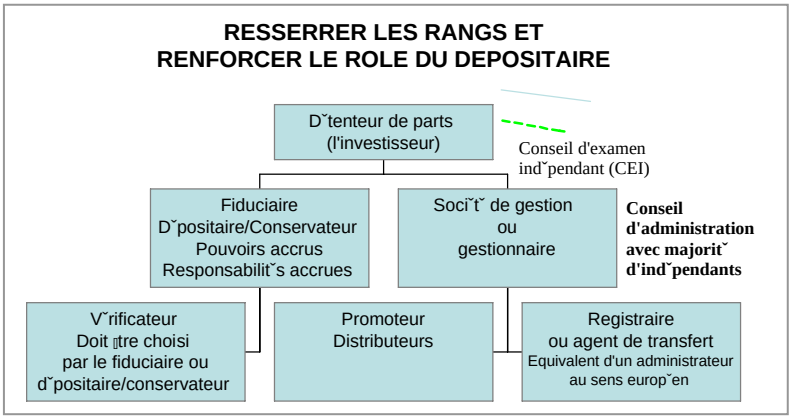
- Le véhicule de placement n'est qu'un artifice légal et fiduciaire pour assurer sa portabilité et sa manoeuvrabilité au niveau de la gestion et des mouvements de fonds (souscription, liquidation, paiements, etc), de sa commercialisation et de sa reconnaissance contractuelle. Le fonds est une caisse structurée qui ne prend aucune décision et qui subit tous les aléas de décisions prises par les professionnels et investisseurs qui l'entourent. En réalité, le fonds n'est qu'un dérivé sans vie, sans autonomie et sans l'ombre d'un conflit qui crée l'illusion d'une muraille de Chine tout au plus.
- Le gestionnaire et tous ceux que ce dernier (ou son gérant/promoteur) choisit pour l'entourer sont ceux qui gèrent au jour le jour. Les risques de gestion incluent la mauvaise exécution, la recherche insuffisante, l'allocation déficiente d'actifs, la mauvaise construction de portefeuille, la rétrocession de commissions de courtage, les conflits d'intérêts, les prêts de titres sans analyse de risque de crédit, et tous les risques opérationnels autres que spécifiques ou de marché, susceptibles d'affecter le client sans que ce dernier ne s'en rende compte.
- La séparation des tâches est une solution courante aux problèmes structuraux de conflit d'intérêts. L'arbitre d'un match de hockey peut difficilement être un joueur d'une des équipes ou le père de l'un des joueurs. La solution la plus sévère est d'interdire le conflit d'intérêts; l'autre, moins sévère, est de permettre la situation de conflit à la condition qu'elle soit divulguée et gérée. Ces principes de séparation des tâches, reconnaissant que le contrôle d'une opération doit être exercée par une personne différente et indépendante de celui qui l'exécute, sont à la base de la vérification de l'efficacité des processus de gestion, notamment au sein des institutions financières soumises à l'implantation de nombreuses murailles de Chine.[11]
- Certaines des six fonctions de gestion d'un FCP exigent d'être exécutées par des personnes distinctes. La concentration de pouvoirs est la source du plus grand nombre de fraudes et d'abus fiduciaires dans la gestion d'actifs.[12]

[11] Ces nouvelles mesures ont été implantées notamment suite à la célèbre faillite en 1994 de la banque Barings où un courtier exerçait le contrôle sur ses activités de courtage et a entraîné des pertes plus élevées que les fonds propres de la banque. Elles découlent aussi de l'application des principes de Bâle aux banques et aux institutions financières, comme le Mouvement Desjardins, qui s'y soumettent volontairement pour faciliter leurs émissions sur les marchés internationaux.

[12] Une abondante bibliographie corrobore ce lien entre concentration de pouvoirs et probabilité élevée de fraudes fiduciaires, telles que le mémoire du CFIQ soumis à la Commission des Finances publiques sur les scandales québécois et ontariens, laws.findlaw.com, « **Is** Profit Maximization the Social Responsibility of Business? Milton

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

- Il en est ainsi pour le fiduciaire. La qualification du fiduciaire jouit de conditions particulières. Suite à l'affaire Norbourg, il apparaît cependant prioritaire de restreindre les exceptions permises par l'article 7.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières du Québec* [13] (et dans tout article semblable dans les lois de V. M. de toutes les provinces). En effet il n'est pas souhaitable de restreindre la possibilité d'être fiduciaire aux seules société de fiducie : par conséquent l'abolition pure et simple n'est pas souhaitable non plus. Cependant, cet article ne doit pas permettre à la même personne ou au même groupe de personnes ou à la même personne morale d'agir à la fois comme gestionnaire et fiduciaire. L'attribution de ces deux fonctions à des personnes distinctes est cruciale au contrôle et à la surveillance du gestionnaire.



- En conclusion, est-ce le fonds qu'il faut protéger sans exercer de vigilance sur le gestionnaire? Si le Législateur veut éliminer les conflits d'intérêts en exerçant un contrôle de qualité, faut-il l'appliquer sur chaque produit, comme si Michelin, GM ou Nike devaient appliquer une gouvernance séparée pour chaque produit? Ou ne faut-il pas concentrer ses efforts sur le gestionnaire, le vrai manufacturier de fonds, tout en exigeant plus de la part du dépositaire?

- **Il est proposé de maintenir la distinction de chacune des tâches requises pour la bonne gouvernance et l'administration de fonds, sans empêcher le regroupement de fonctions dans la mesure où :**
  - **le gestionnaire n'intègre aucune des responsabilités principales de service en dehors de la promotion ou de la**

Friedman and Business Ethics», par Andreas Suchanek, de la Leipzig Graduate School of Management, HHL – Arbeitspapier Nr. 69, 2005, «Interview with Eliot Spitzer», the Wall Street Fix sur la chaîne PBS, 16 avril 2003, http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/wallstreet/interviews/spitzer.html, The Social Responsibility of Management: A Critique of the Shareholder Paradigm and Defense of Stakeholder Primacy Full Text Vol. 18, No. 2, p. 57 Frederick R. Post, *University of Toledo, «* Origins of the Corporation and of Corporate Governance », par Roy C. Smith.

[13] Cette disposition est conservée à l'article 109,69 du Projet de loi # 29 déposé en juin 2006, Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

distribution;

- **le fiduciaire devient le dépositaire obligatoire (ou gardien) des valeurs et des liquidités, en assumant l'administration des valeurs nettes de liquidation (tenue de compte). Tout comme en Europe, la responsabilité du dépositaire doit être sensiblement accrue pour le mettre en charge de la conservation des titres et du contrôle de la régularité des opérations de gestion;**
- **un fiduciaire ne pourra contrôler de gestionnaire et un gestionnaire ne pourra être parent avec aucun fiduciaire. Si tel devait être le cas, l'évaluation du gestionnaire risquerait d'être biaisée.**

Avantages	Inconvénients
Réduction des conflits d'intérêts et augmentation de l'imputabilité	Peu d'avantages financiers directs, malgré une transparence accrue
Meilleur équilibre entre les deux pôles centraux du gestionnaire et du dépositaire	Plus grande concurrence des groupes bancaires à caractère universel
Meilleur alignement des intérêts et concentration réduite des fonctions au sein de groupes bancaires uniques	

(2) Comité d'examen indépendant (CEI)

- La mise en place d'un CEI permettrait-elle de mieux protéger les investisseurs québécois ?
- Ce mécanisme peut-il nuire aux petites firmes qui veulent œuvrer dans le marché québécois des FCP et avantager, par conséquent, les grandes institutions ?

CONSTAT

- Le nouveau Règlement 81-107 ajoute le comité d'examen indépendant (CEI) à la gouvernance d'un organisme de placement collectif ainsi qu'à un fonds d'investissement à capital fixe[14]. Le CEI se veut un mécanisme équivalent du

[14] Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement des autorités canadiennes en valeurs mobilières

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

conseil d'administration des fonds américains en place depuis 1940 (bien que les administrateurs doivent être à 75% indépendants depuis 2004).

- Le CEI met davantage l'accent sur le fonds, traité comme une fiducie au profit de clients, que sur les principales sources effectives de risques, que représentent le gestionnaire et le gérant/promoteur.
- La responsabilité fiduciaire est due au fonds et non aux actionnaires du fonds selon l'article 3.7 (1) du règlement 81.107.
- La société de gestion devra soumettre au nouveau comité d'examen indépendant toute question de conflit d'intérêts. Elle devra d'abord établir des procédures et politiques relativement aux conflits d'intérêts et les soumettre au CEI. Elle doit tenir compte des obligations que lui imposent la législation en valeurs mobilières. Le Projet de loi 29 prévoit que l'AMF pourra par règlement établir notamment les règles portant sur la gouvernance et la gestion de conflit d'intérêts. Le fonds d'investissement sera soumis aux règles de fonctionnement portant sur la gestion, la gérance, la garde et la composition des avoirs des fonds d'investissement, notamment les règles portant sur la gouvernance et la gestion de conflit d'intérêts, prévues par règlement.
- Toutefois, l'exemple américain démontre que ce n'est pas un conseil d'administration par fonds qui a permis d'éviter tous les scandales financiers à la fin des années 90 et au début des années 2000 aux États-Unis. Une étude à ce sujet conclut à un manque de corrélation entre la gouvernance d'un conseil d'administration d'un fonds et les scandales de comportement[15].
- La grande réforme entamée par la SEC en 1992 pour relever de 40% à 75% depuis 2004 le nombre d'administrateurs indépendants a eu un effet mitigé sur le comportement des grandes familles de fonds.[16]
- L'imposition d'un conseil d'administration de SICAVs en Europe n'a pas eu là aussi l'effet d'amoindrir les conflits d'intérêts puisque les administrateurs ne sont indépendants ni des gestionnaires ou des promoteurs.
- Par contre, l'Europe a accordé un rôle central au conservateur/dépositaire qui agit comme contrepoids du gestionnaire et supervise la régularité des opérations de gestion. C'est d'ailleurs ce qui a permis aux gestionnaires anglais de repousser les tentatives d'imposer la création d'un conseil d'administration par fonds.

La question engendre deux réponses :

- **Le régulateur a déjà tranché sur le CEI et ce modèle a déjà été**

[15] « The Market Penalty for Mutual Fund Scandals », 2006, par Stephen Choi, NYU Law School (stepehn.choi@nyu.edu) et Marcel Kahan, New York University School of Law (marcel.kahan@nyu.edu). L'étude met en évidence la pénalisation des sociétés de gestion impliquées dans des scandales par les investisseurs qui liquident leurs fonds.

[16] D'après Anthony Saunders et Marcia Million Cornett, la réforme qui obligeait de nommer un président du conseil indépendant a entraîné le remplacement de 80% des présidents en place. (Source : Financial Institutions Management - A risk management approach, 2006)

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

adopté par tous les régulateurs canadiens, incluant l'AMF, et entrera en vigueur en novembre 2006. Visiblement, il s'agit d'un compromis entre le modèle européen et américain, compte tenu des économies d'échelle plus modestes des fonds collectifs au Canada. Il reste que les responsabilités du CEI sont beaucoup plus faibles que celles d'un réel conseil d'administration.

- **Nous croyons que ce n'est pas le CEI qui apportera la solution mais plutôt un meilleur équilibre du poids entre gestionnaires et fiduciaires/conservateurs. Après avoir proposé un renforcement du fiduciaire/conservateur et un certain regroupement de fonctions, il est impératif de renforcer l'imputabilité des gestionnaires en exigeant d'eux la constitution d'un conseil d'administration composé d'une majorité d'indépendants et d'experts. Cela s'inspirerait d'une sécurité active (voir Annexe V). La co-existence de ce conseil et des CEI permettra de renforcer l'équilibre de la gouvernance et de la vigilance.**

(3) Clarification des termes sur les fonds d'investissement

- Le Projet de loi 29 supprime la définition de « fonds commun de placement » et la définition de « société d'investissement à capital variable » pour les remplacer par « fonds d'investissement ». Celui-ci répute émetteurs assujettis à la loi les «fonds d'investissement» : tout organisme de placement collectif ou fonds d'investissement à capital fixe.
- Un « organisme de placement collectif » est l'émetteur qui a pour objet principal d'investir des sommes fournies par les porteurs de ses titres et dont les titres donnent à leur porteur le droit de recevoir sur demande, sans délai ou dans un délai déterminé, un montant calculé en fonction de la valeur d'une quote-part de la totalité ou d'une partie de l'actif net, y compris un fonds séparé ou un compte en fiducie de l'émetteur.
- Un fonds d'investissement à capital fixe est l'émetteur qui a pour objet principal d'investir les sommes fournies par les porteurs de ses titres, qui n'effectue pas d'investissement dans le but d'exercer ou de chercher à exercer le contrôle d'émetteurs ou de participer activement à la gestion des émetteurs dans lesquels il investit et qui n'est pas un organisme de placement collectif.
- En combinant ces deux nouvelles sources législatives et en présumant que le Projet de loi 29 sera adopté, notre tableau sur la structure d'un fonds d'investissement subit des modifications au niveau des organes de gouvernance et des termes utilisés pour désigner les différents intervenants.
- Pour définir la société de gestion (aussi désignée gestionnaire), nous retenons les termes de l'article 1,6 du nouveau 81-107. Une société de gestion est la

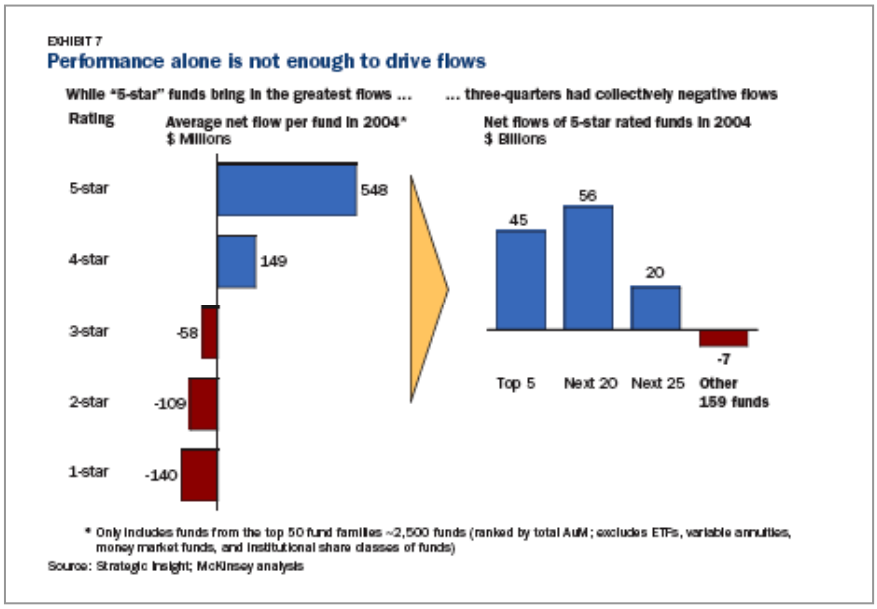
©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

personne, société ou entité qui dirige l'activité, les opérations et les affaires du fonds d'investissement. Le Projet de loi 29 réfère plutôt au gestionnaire.[17]

(4) Frais de sortie : est-il opportun d'abolir, dans certains cas, les frais de sortie du marché des FCP ?

CONSTAT

- John Bogle, le fondateur du célèbre groupe de fonds indiciels Vanguard et auteur de "Bogle on mutual funds" (Bantam Doubleday Dell, 1994), souligne que « nulle part ailleurs dans l'industrie financière y a-t-il une corrélation aussi intense entre coût et valeur que dans les fonds mutuels ».



- Les frais de gestion (« Management Expense Ratio - MER») et de transaction (« Trading Expense Ratio -TER[18]») sont les deux plus grands facteurs susceptibles d'affecter la performance d'un fonds mutuel.
- Les frais d'entrée et de sortie servent généralement à financer la distribution commerciale (entrée) et à pérenniser le souscripteur (sortie) pour éviter les pratiques de market timing et les va-et-vient incessants et coûteux pour les co-investisseurs.[19]

[17] « **109.1.** Est un gestionnaire de fonds d'investissement la personne qui dirige l'entreprise, les activités et les affaires d'un fonds d'investissement. »

[18] Cette règle de divulgation, qui fait partie du Règlement 81-106, est unique au Canada et complète de façon utile le ratio des frais de gestion.

[19] Chaque fois qu'un investisseur liquide sa position pour se retirer d'un fonds, le fonds doit vendre des titres

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

- Les frais de gestion au Canada sont les plus élevés au monde, soit deux fois la moyenne mondiale.[20] Par rapport aux États-Unis, où la concurrence est beaucoup plus forte et où les frais de gestion sont les plus faibles au monde, l'écart est encore plus important. Par exemple, le Canada et les États-Unis ont beau être des pays qui partagent une culture commune et une jurisprudence souvent équivalente (à l'exception du code civil), les frais moyens facturés par un gestionnaire d'un fonds d'action sont de 211 points de base (ou 2.11% sur les actifs moyens sous gestion), soit presque trois fois plus qu'aux États-Unis (79 points de base ou 0.79%).[21] Une étude moins récente (2003) précise qu'en moyenne, le ratio des frais de gestion des fonds canadiens est de 50% plus élevé qu'aux Etats-Unis.
- Mais c'est au niveau des frais d'entrée et de sortie où le bât blesse le plus : l'ensemble de ces frais est généralement de trois à cinq fois plus élevée que la moyenne mondiale. Les frais d'entrée et de sortie, à l'exclusion de tous les autres frais, le tout amorti sur une période de cinq ans, pour un fonds d'action géré et vendu au Canada, sont cinq fois plus élevés que pour la moyenne mondiale.
- D'après les auteurs de l'étude comparative, la principale cause d'un tel écart est la très forte concentration de l'industrie et la fermeture des frontières avec les États-Unis (la finance et la culture sont les deux seules industries les plus protégées au Canada).
- Le manque de concurrence qui en résulte crée des coûts de frottement considérables pour les investisseurs et contribue à augmenter le coût d'accès au marché, une situation qui ne peut qu'accroître le risque fiduciaire[22].
- La meilleure illustration de ce système protectioniste est le cas du fonds Fidelity Japon vendu aussi bien au Canada qu'aux États-Unis.[23] Aux États-Unis, les frais de gestion sont de 0.69% avec un ratio de dépenses (frais de gestion, d'administration, de comptabilité, de conservation, etc) de 1.02% sans aucun

---

pour obtenir les liquidités nécessaires au remboursement du client. Plus les actifs varient (souscriptions et liquidations), plus le fonds doit conserver un niveau élevé de liquidités et plus la performance est affectée négativement.

[20] « Mutual Funds Fees Around the World », 7 mai, 2006, par Ajay Knorana, College of Management, Georgia Institute of Technology, Atlanta, USA Henri Servaes, London Business School, CEPR et ECGI, Londres, Royaume-Uni, et Peter Tufano, Harvard Business School et NBER, Boston, USA http://www.yorku.ca/dnandy/Seminar%20Papers/Henri.pdf#search='Mutual%20Funds%20Fees%20Around%20the%20World'

Voir aussi : « Expense ratios of North American mutual funds", par Karen Ruckman, John Molson School of Business, Université Concordia, publié en février 2003 par Revue canadienne d'Economique, Vol. 36, No. 1

Selon Mme Ruckman, l'écart entre le Canada et les Etats-Unis est généralement attribué au fait que les fonds canadiens ne tirent pas avantage des économies d'échelle et qu'il y a moins de concurrence au Canada. On utilise un modèle de concurrence monopolistique pour analyser l'industrie des fonds mutuels. En permettant à chaque fond d'avoir certains attributs, le modèle permet aux fonds de charger des taux de frais différents en équilibre. Il semble que cela corresponde aux caractéristiques du marché des fonds mutuels américains. Une analyse empirique montre que les deux explications usuelles et les attributs mesurables des fonds n'expliquent que 24% de l'écart.

[21] Op.cit Note 13.

[22] Le risque fiduciaire se mesure par le coût d'accès au marché. Les deux fondements de tout mandat fiduciaire sont de préserver le capital et d'optimiser l'accès au marché. Tout ce qui peut contrevenir à ces principes fondamentaux augmente le risque fiduciaire.

[23] Ce sont bien deux fonds distincts avec un gestionnaire différent. Mais ils partagent les mêmes objectifs et détiennent un portefeuille équivalent en termes de composition de titres, selon l'étude.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

frais d'entrée ou de sortie. Au Canada, les frais de gestion sont de 2% et le ratio de dépenses (en fonction des actifs sous gestion) est de 2.69%, soit deux fois et demi le niveau américain. En outre, des « frais modestes d'entrée » sont facturés au Canada.

- Des pratiques de frais de sortie sont devenues pour le moins excessives et ne tiennent plus compte vraiment de leur justification initiale (réduire les mouvements spéculatifs à court terme), au point de rendre les investisseurs captifs de fonds dont la performance est souvent faible par rapport à leur propre indice de référence ou de marché. Ces indices de référence sont des indicateurs-clefs pour permettre aux investisseurs de mieux refléter leur tolérance de risque et choisir ce contre quoi ils souhaitent voir leur performance être mesurée).
- Les nouvelles stratégies de marketing des grands manufacturiers de fonds mutuels, telles que décrites par McKinsey & Company, visent d'ailleurs à privilégier le service et la rétention de la clientèle plutôt que la performance. Cela réclamera une surveillance délicate de la part des régulateurs pour éviter que des clients deviennent captifs de fonds carrément sous-performants.
- Alors que le consommateur est en général bien protégé au Québec, le consommateur qu'est le détenteur de parts de FCP l'est beaucoup moins. Des scandales récents comme l'affaire Norbourg ont démontré que le fonds dans lequel il a investi peut être vendu sans qu'il en soit consulté.
- La législation en valeurs mobilières prévoit l'obligation d'aviser l'AMF en cas de changement important.[24] La société de gestion est aussi tenue selon le règlement 81-107 d'aviser l'AMF d'un changement important relativement au fonds d'investissement.

Est-ce suffisant pour protéger les investisseurs ? La question engendre deux réactions :

- **En cas de changements importants chez les gestionnaire, fiducaire et vérificateur du fonds, nous recommandons qu'un avis écrit soit transmis au détenteur de parts l'avisant du changement et qu'il lui soit permis de retirer ses investissements sans qu'aucune pénalité et qu'aucun droit de sortie ne soit imposé dans les 90 jours qui suivent la transaction.**

- **En cas de sous-performance cumulée dépassant le moindre de**

[24] Projet de loi 29, article 5.3. » …Par rapport à un fonds d'investissement, constitue un changement important soit un changement dans l'activité, l'exploitation ou les affaires du fonds d'investissement qui serait considéré comme important par un investisseur raisonnable en vue de décider s'il doit souscrire ou acquérir des titres du fonds ou les conserver, soit la décision de mettre en œuvre un tel changement prise par les administrateurs du fonds d'investissement ou de son gestionnaire de fonds d'investissement, par la direction supérieure du fonds d'investissement lorsqu'elle croit probable que les administrateurs confirmeront cette décision ou par la direction supérieure du gestionnaire de fonds d'investissement lorsqu'elle croit probable que les administrateurs de ce gestionnaire confirmeront cette décision. »

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

la volatilité annuelle du portefeuille ou 500 points de base (ou 5% d'écart avec l'indice de référence), l'investisseur devrait pouvoir liquider son investissement sans payer de frais de sortie[25]. Cette mesure tiendrait compte à la fois de la différence des classes d'actifs (dont la volatilité peut varier de moins de 1% en marché monétaire à plus de 20% en actions canadiennes de petites capitalisations), d'un maximum de sous-performance (après tout, il serait indécent pour tout investisseur de payer une prime pour se retirer d'un fonds qui ne remplit pas ses promesses) et du principe général d'optimiser l'accès au marché.

(5) Conflit d'intérêts fiduciaires - Le cas du lien entre manufacturier (promoteur) et distributeur

CONSTAT

- La structure de l'industrie québécoise et canadienne des FCP est caractérisée par un taux élevé de concentration au niveau de la distribution des fonds. Si les assureurs et les indépendants dominent encore l'industrie des fonds mutuels et de la gestion institutionnelle, les banques contrôlent largement les réseaux de distribution de fonds en détenant 80% du réseau de courtiers.[26]
- En effet, il est virtuellement impossible de développer une entreprise de fonds mutuels sans avoir recours au réseau canadien de courtiers de plein exercice, qui s'ajoutent aux conseillers indépendants et aux courtiers de fonds.
- Cette situation oblige de traiter avec attention un autre type de conflit d'intérêts : celui de la responsabilité fiduciaire des distributeurs qui répondent à l'obligation de recommander à leurs clients les produits les plus appropriés pour eux.
- La problématique des grandes banques est double. Les intermédiaires sont sujets à un biais important de gouvernance : participation de gestionnaires à des programmes de rémunération basés sur la rentabilité de l'entreprise (ROE et ROA) (par exemple, programme d'options d'achat d'actions). Les modèles d'affaires qu'ils mettent en place reflètent ce focus vers la recherche constante de performance financière. Cela touche particulièrement les intermédiaires financiers comme les conseillers en investissement et les planificateurs

[25] La volatilité se calcule par l'écart-type qui est souvent identifié par le risque du portefeuille. Comme l'écart-type pour des portefeuilles d'actions peut souvent dépasser 20% pour les actions, il serait irréaliste de faire perdre à l'investisseur 2000 points de base avant qu'il puisse prendre les mesures requises pour protéger son capital. Ce « droit de sortie » ou formule d' « opting out » est employée par plusieurs investisseurs institutionnels. Voir aussi le cas de Merrill Lynch-Mercury Asset management vs Unilever à la fin de l'Annexe I).

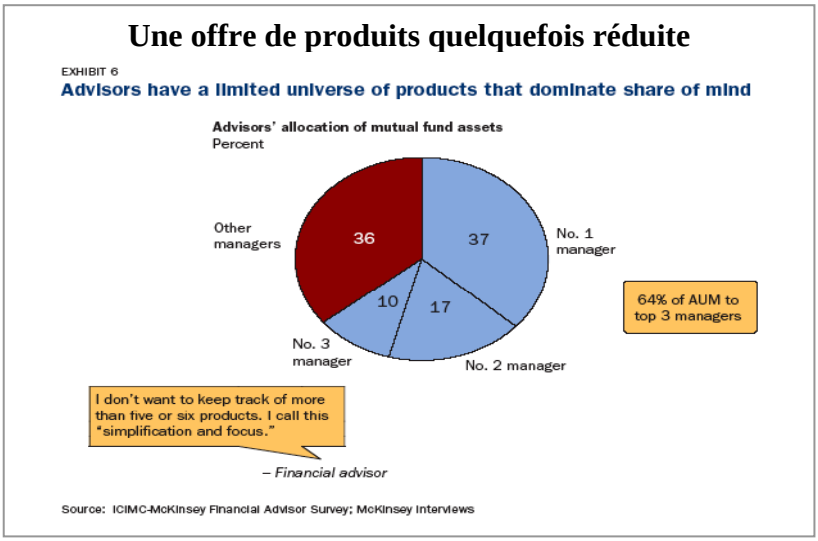
[26] Voir Mémoire préparé par Bain & Co pour Power Corporation et soumis au ministère fédéral des finances en décembre 2003. Bain & Co indique que les banques canadiennes imposent des frais en moyenne deux fois plus élevés aux « acheteurs de fonds » que les banques américaines pour le même service.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

financiers dont le devoir principal est d'offrir les produits les plus appropriés à leurs clients. Les grandes institutions financières ont mis en œuvre des programmes d'incitation qui risquent d'entraîner un biais dans les recommandations de produits faites par leurs employés à leurs clients : programme de rémunération et de commission, programme d'évaluation du personnel.

- La vente de produits maison est souvent accompagnée de commissions et incitatifs plus généreux que les autres produits, ce qui influence fortement les conseillers et tendent à désavantager le client en désalignant les intérêts de deux parties.
- Les politiques de rémunération orientées agressivement vers les commissions constituent une autre source de conflit entre les intérêts des clients d'une part et, d'autre part, les intérêts personnels des employés et les intérêts organisationnels des institutions financières.
- Les grandes institutions américaines (comme Citibank et Merill Lynch) ont commencé à réagir à ce problème. Certaines d'entre elles ont cédé leurs activités de gestion de portefeuille et ont choisi de privilégier la distribution en évitant ainsi les conflits d'intérêts potentiels sur la vente de produits maisons. La situation au Québec est amplifiée par les conséquences des scandales Norbourg et Mont Real. De nombreux investisseurs ont en effet transféré leur investissements dans les caisses populaires et les banques parce qu'ils croient qu'une grande institution financière rembourserait en cas de problème financier[27]. Or une partie de cette cientèle est composée de retraités ou de personnes moins bien formées au point de vue financier. Elles sont suceptibles d'être victimes de recommandations qui seront plus appropriées à la rémunération ou à l'avancement de l'employé qu'à leur situation réelle.

Une offre de produits quelquefois réduite



- Toutefois, mêmes les courtiers et conseillers indépendants, compte tenu de la complexité des marchés, du vaste choix de gestionnaires ou de produits, ont une tendance depuis quelques années, comme le confirme McKinsey &

[27] De fait, Manulife n'a pas hésité à rembourser ses clients à la suite de l'affaire Portus et le Mouvement Desjardins serait disposé à compenser des investisseurs en cas de fraude ou de grossière négligence. Mais il n'y a aucune garantie.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Company, à restreindre leurs offres par mesure de simplicité, d'administration et de coût, emboîtant le pas aux courtiers d'assurance qui sont de moins en moins indépendants.

- **Au même titre que le comité indépendant des FCP est appelé à examiner les politiques relatives aux frais d'administration du fonds, nous recommandons que les politiques de rémunération et d'évaluation des employés des institutions financières soient divulgées et examinées par l'AMF et soient divulgués aux clients des institutions financières.**

(6) Conflit d'intérêts fiduciaires - Le cas de l'actuaire et du conseiller des caisses de retraite

Constat

- Dans notre mémoire, l'expression fonds communs signifie tout fonds mis sur pied pour la clientèle institutionnelle. Les régimes de retraite investissent souvent dans des caisses communes spécialement mises sur pied pour recevoir des fonds provenant des caisses de retraite. Les gestionnaires de ces caisses communes demandent des honoraires nettement moins élevés que les honoraires généralement prélevés des fonds mutuels, mais la problématique à laquelle font face les caisses de retraite est semblable à celle des investisseurs individuels.
- Quelques exemples de problèmes auxquels font face les caisses de retraite qui investissent dans de tels produits sont très similaires à ceux auxquels les individus sont confrontés.
- Les comités de retraite ne sont pas toujours en mesure d'exercer convenablement les fonctions qui leurs sont dévolues. Les promoteurs et les administrateurs des régimes de retraite sont parfois démunis devant la quantité d'informations dont ils disposent et sont souvent mal équipés pour faire la part des choses et différencier l'ivraie du bon grain. C'est ici qu'un commun dénominateur serait l'information et l'évaluation des gestionnaires.

- **Réclamer l'indépendance de l'actuaire d'évaluation de la caisse de retraite. Cette règle serait établie suivant le même principe qu'un vérificateur qui ne peut aussi agir comme consultant sur le même mandat ou de l'administrateur de fonds communs qui ne peut agir comme conseiller en gestion, selon le futur Comité d'examen indépendant.**

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

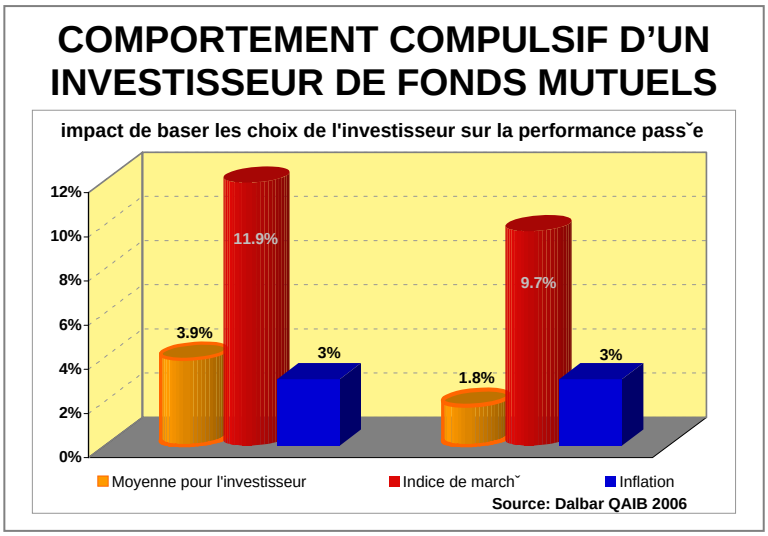
- **Établir un processus d'enregistrement des individus habilités à conseiller les caisses de retraite et tout organisme de placement collectif en matière d'investissement. Actuellement, n'importe qui peut se targuer d'être un conseiller en investissement pour une caisse de retraite ou un organisme de placement collectif.**

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

2.2 INFORMATION ET ÉDUCATION

2.2.1 Que proposez-vous pour améliorer les connaissances des investisseurs en matière de choix des placements et des risques encourus ?

CONSTAT



- L'information est au centre du marché financier et constitue la principale source de décisions de ses principaux agents.
- Cette règle s'applique aussi bien aux investisseurs individuels qu'institutionnels.
- Le problème majeur est qu'il y a aujourd'hui une telle surabondance de produits[28] et d'information que la très grande majorité des investisseurs ont peine à faire leur choix en connaissance de cause, qu'il s'agisse d'un comité de retraite de fonds de pension ou d'un père de famille qui doit se joindre au nouveau régime à contributions déterminées de son employeur.
- Les régulateurs ont tellement multiplié les exigences de transparence et de reddition depuis quelques années (le cas du 81-106 pour l'information continue[29]) qu'investisseurs et investisseurs s'y perdent et ont tendance à revenir à des méthodes simples mais souvent dangereuses : fonder le choix sur la performance passée qui n'est jamais garante de l'avenir.[30]

---

[28] Il y a deux fois plus de fonds vendus dans le monde que de sociétés cotées en bourse. Mais il y a dix fois moins d'analystes financiers pour analyser les fonds (environ 2000) et les gestionnaires qu'il n'y a d'analystes (environ 22,000) pour suivre les titres. Au Canada, il y a 33 différentes catégories de fonds d'investissement selon la nomenclature nationale (Canadian Investment Funds Standards Committee) et Morningstar vient de se retirer du consensus canadien pour créer une classification plus vaste encore pour tenir compte de la complexité croissante de l'univers de fonds.

[29] Dan Hallet Associates, de Windsor, Ontario, juge que le règlement 81-106 a créé une surabondance d'information, en omettant des éléments-clefs, comme la liste de toutes les transactions.

[30] Des études menées en 2006 par Dalbar Financial Services à Boston révèlent que des années d'achats de fonds collectifs, résultant d'une sélection basée sur la performance passée, ont entraîné une sous-performance importante pour les détenteurs de fonds. Cette contre-performance est supérieure à 8% par année (résultat de 3,9% pour un portefeuille d'actions et 1,8% pour un portefeuille obligataire depuis 1986) derrière l'indice de marché

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

- À terme, la meilleure défense de l'investisseur est sa propre responsabilité et sa capacité de prendre des décisions de façon autonome.
- Cette vision devient encore plus déterminante dans un monde où la réglementation locale et nationale est de plus en plus diluée par la globalisation des normes et des meilleures pratiques et par la communication universelle Internet.
- Dans le contexte actuel et dans un horizon d'au moins 10 ans, il est impensable d'imaginer que les investisseurs pourront profiter activement de nouveaux flux d'information, si abondants soient-ils.
- Plusieurs études américaines confirment que même en état d'ignorance ou de dépendance complète à l'égard de conseillers, les investisseurs n'appliquent pas les conseils qui leur sont donnés.
- Un sondage réalisé auprès des participants des programmes 401K (programmes à contributions déterminées) par Deloitte Consulting [31] aux États-Unis démontre que 17% des investisseurs qui avaient reçu des conseils de la part de professionnels pour choisir leurs fonds en avaient expressément fait la demande. Toutefois, de ce groupe, seulement 39% d'entre eux ont donné suite aux recommandations.
- En d'autres termes, seulement 7% des usagers de programmes à contributions déterminées (sélection de fonds mutuels) font bon usage des conseils reçus. Cela s'applique particulièrement au choix automatique (« default choice ») que les investisseurs peuvent exercer et qui réclament, selon la nouvelle législation américaine sur les fonds de pension, l'expression d'avis ou de conseils auprès des participants.
- Le peu de suivi des conseils a été observé par d'autres conseillers indépendants qui font remarquer qu'à peine 20% des participants aux programmes 401K emploient les outils mis à leur disposition pour déterminer leur tolérance aux risques, évaluer leurs besoins et planifier leurs objectifs d'investissements[32].
- Si la structure d'information est indispensable, c'est sa valeur ajoutée et l'habilité des investisseurs à inciter les intermédiaires à partager la même information et réduire les coûts d'accès au marché pour l'ensemble de la collectivité qui auront le plus d'effet. C'est donc vers les conseillers, les intermédiaires, les fidéi-

S&P500 ou des obligations à long terme du gouvernement (qui ont marqué 11,9% et 9,7% respectivement) sur une période de 20 ans. Une étude plus récente indique une amélioration avec une sous-performance de seulement 6% par année. Cette forme de "market timing", causé essentiellement par des va-et-vient incessants d'investisseurs influencés par la performance de fonds, s'applique aussi aux fonds de pension et a engendré les mêmes coûts d'opportunité. Une étude des 100 plus grandes caisses de retraite révèle que 89 caisses ont perdu (perte moyenne de 4.5% sur cinq ans) davantage qu'elles n'ont gagné, d'après Dalbar Financial Services. Un rapport McKinsey en 2000 suggère que chaque ménage peut épargner 530 $ an améliorant les conditions de leurs emprunts et de leur épargne. Bien qu'aucune comparaison n'ait été faite au Royaume-Uni, le régulateur anglais (la FSA) indique que les résultats seraient probablement équivalents. Le Prof. Charles Trzcinka de l'Université d'Indiana University a découvert qu'en étudiant 6,900 fonds collectifs investis en actions, l'actionnaire moyen ne gagnait que 1% en moyenne alors que le rendement moyen de ces fonds était de 5.7% par année. Cette différence s'expliquait essentiellement par les mouvements d'entrée et de sortie des investisseurs au mauvais moment.

« 2004 Annual 401(k) Benchmarking Survey », par la division des ressources humaines de Deloitte Consulting

[32] Cité par le New York Times dans « Take my nest egg. Please » par Paul. J. Lim, 30 juillet 2006

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

commissaires et les professionnels dans l'ensemble que Législateur et régulateur devront se tourner pour réaliser des économies d'échelle substantielles à ce niveau et assurer un meilleur encadrement des investisseurs.

- Il convient, surtout de ne pas choisir des organismes de placement collectif et des gestionnaires à partir de leurs performances récentes. Les performances récentes ne sont pas forcément significatives. Il faut donc ne pas négliger les performances sur une période longue (minimum 10 ans) et notre application à caractère probabiliste pour contrer les « pseudo » classements de la presse spécialisée : si nous considérons un gérant moyen qui chaque année a 50% de chances de battre le marché (un indice de marché ou un indice large…) et 50% de le sous performer. La théorie des probabilités indique (par simple lecture de tables de données probabilisées) que ce gestionnaire, sur une période de trois ans, a 6.25% de chances de battre le marché les trois années de suite et, sur une période de quatre ans, 31.25% trois années sur les quatre (plus la période d'analyse s'allonge pour ne retenir que la performance sur trois années consécutives et plus les chances de succès croissent) ! Avec ces présentations, sur l'ensemble des fonds proposés, cela en fait beaucoup qui peuvent se targuer d'excellentes performances sur les derniers exercices. Est-ce la qualité de la gestion qui est ainsi mesurée ?
- Cette politique à long terme requiert toute une série de mesures pour atteindre et maintenir l'objectif final de responsabilisation de l'investisseur tant individuel qu'institutionnel
- Et comme l'État ne peut pas tout faire, une concertation nationale doit être engagée pour réaliser cet objectif, tant auprès de l'industrie qu'en collaboration avec les milieux universitaires.

Ce mémoire recommande une série de mesures destinées à renforcer le cadre de l'information et de l'éducation.

(1) Évaluation des sociétés de gestion, sous forme de certification ou de notation fiduciaire.

- Le savoir, l'expérience et les pratiques de l'équipe de gestion permettent de créer de la valeur pour le fonds ou la caisse et de le faire de façon à se distinguer par rapport aux autres gestionnaires. Il faut donc procurer aux investisseurs les moyens de comparer les processus et la façon de faire de ces sociétés de gestion. Il ne s'agit pas uniquement de connaître la performance passée du véhicule de placement qu'est le FCP puisque cet historique n'est jamais gage de performance future. Il s'agit de vérifier les pratiques fiduciaires de la société de gestion et de les corréler à son historique de performance pour vérifier la cohérence des systèmes fiduciaires d'investissement.
- Comment un investisseur achetant des parts de FCP peut-il s'assurer que la société de gestion qu'il a choisie accomplira bien ses devoirs ?
- Dans l'exercice de son mandat de gestion, la société de gestion était déjà soumise aux obligations du Code civil du Québec. Le règlement 81-107

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

introduit certaines précisions : la société de gestion sera obligée d'agir avec honnêteté et de bonne foi dans l'intérêt du fonds d'investissement. Elle exerce la diligence et la compétence qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans ces circonstances. La société devra en tenir compte quand elle agira pour un fonds d'investissement dont elle détient un mandat de gestion. Le niveau de prudence attribué à la société de gestion est celui qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans ces circonstances. On pourrait s'attendre à ce que cette société soit soumise à un niveau de prudence d'expert, comme on le retrouve aux États-Unis depuis le début des années 1980 dans de nombreuses législations (surtout l'ERISA). En effet, les détenteurs de parts d'un fonds d'investissement sont en droit de s'attendre que la société de gestion qui administre le fonds soit de niveau professionnel et expert. On aurait pu exiger de la société gestionnaire un niveau de prudence d'expert, mais cela n'a pas été fait. Pour l'heure, les investisseurs sont trop mal outillés pour reconnaître les véritables experts.

- Aujourd'hui, il est de mise que tous les titres obligataires d'un portefeuille soient cotés en risque de crédit par une agence de notation (rating). Il serait impensable pour une caisse de retraite de retrouver dans le portefeuille confié à un gestionnaire professionnel des obligations transigées de gré à gré sans mesure de solvabilité. Non seulement, la caisse serait incapable d'évaluer le rendement qu'elle peut espérer d'un tel titre, si modeste soit sa valeur, en fonction du risque encouru. Mais celle-ci serait incapable de déterminer la valeur et la fiabilité même de son portefeuille sans cette mesure de risque indispensable. Et pourtant, la grande majorité des caisses de retraite confient des centaines de millions de dollars à des gestionnaires qui n'ont aucune cotation en fonction du risque fiduciaire auxquels leurs clients sont exposés.
- Le Québec, comme du reste le reste du Canada, marque un retard prononcé sur ce point car la notation fiduciaire en Europe, encouragée par les caisses de retraite, existe depuis 1998. Dans d'autres pays (comme le Mexique), la notation des fonds est obligatoire.
- La nouvelle législation américaine sur les fonds de pension, adoptée en août 2006, obligera tous les gestionnaires à se faire évaluer chaque année sur leurs pratiques fiduciaires pour offrir aux participants des régimes 401K à contributions déterminées de meilleurs outils d'information[33].
- Un processus général de certification pour tous ou de notation pour les gestionnaires de mandats à caractère de fonds collectifs aurait pu prévenir de nombreux scandales, incluant Norbourg.
- Au Québec, le Projet de loi 30 sur les régimes de retraite complémentaires invite les comités de retraite à faire davantage appel aux experts dans l'exécution de leur gouvernance, incluant la sélection de sociétés de gestion.
- D'autre part, le régulateur doit reconnaître que les institutions ne sont pas si bien nanties que cela. Les caisses de retraite, même à prestations

[33] Voir www.dalbarinc.com pour une excellente explication de l'audit annuel qu'entraîne la nouvelle législation américaine.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

déterminées, sont davantage traitées comme des centres de coûts qu'en tant que centres de profit. A ce titre, les caisses restent les enfants pauvres des ressources humaines avec peu de moyens pour faire les recherches requises pour choisir les bons gestionnaires. D'où une dépendance souvent excessive envers des consultants dont la responsabilité est pour le moins confuse. On l'a vu quand plusieurs caisses de retraite québécoises ont perdu de l'argent avec Lancer et Norshield.

- Le nouveau Règlement 81-107 créant un Comité d'examen indépendant (CEI) destiné à surveiller les conflits d'intérêt des fonds collectifs pourra faire appel aux experts dans la conduite normale de leurs affaires. Ce règlement stipule que ce comité doit préparer un rapport annuel aux détenteurs de parts des fonds collectifs, rapport qui pourra s'appuyer sur une évaluation des sociétés responsables de la gestion des fonds, dont le CEI est directement responsable.
- Après l'obligation de « connaître votre client » pour le gestionnaire et celle de « connaître votre produit » pour le distributeur, une troisième règle[34] s'annonce à la suite du scandale Portus. Celle-ci s'adressera cette fois à l'investisseur : le devoir de « connaître son gestionnaire ». Selon cette nouvelle règle, l'investisseur devra prendre les moyens pour connaître la société de gestion auquel il s'adresse en exigeant de cette dernière un minimum d'informations standard. C'est l'équivalent d'une évaluation ou notation de fiabilité[35]. Le gestionnaire aurait alors le devoir de divulguer une évaluation (certification ou notation) de la société de gestion, soit auprès du client, soit auprès de l'intermédiaire qui représente le client.
- Cette approche a le mérite de réduire d'autant les conflits d'intérêt et de **mitiger le risque de concentration** qu'entraîne l'attitude de nombreux conseillers en restreignant le choix de fonds et de gestionnaire à un éventail étroit pour des raisons de leurs propres coûts.

- **Le temps est venu de traiter tous les investisseurs sur le même pied en demandant aux sociétés de gestion d'exposer elles-mêmes le risque fiduciaire qu'elles font courir aux investisseurs. Aux investisseurs de décider alors en toute connaissance de cause.**

- **Il est important de définir un niveau minimum d'expertise. Ce seuil critique, dont l'exigence s'appliquerait à tous les gestionnaires d'actifs à caractère collectif (caisse de retraite,**

[34] Cette règle est déjà en discussion chez les régulateurs canadiens.

[35] L'information disponible aujourd'hui porte sur le prospectus simplifié ou complet d'un fonds. Ce document s'inspire essentiellement du vieux courant légaliste de règles sans tenir compte de l'habilité centrale du sous-jacent, soit l'organisme de gestion, à exécuter fidèlement ce prospectus. Dans une approche de réglementation de risque, la fiabilité de gestion compte plus que les règles de prospectus que peu d'investisseurs prendront la peine de lire.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

fonds communs de placement, fondation publique, organismes de charité, etc), serait le grade institutionnel assimilable en partie au grade d'investissement défini depuis les années '30 en notation de crédit. (Voir définition du grade institutionnel dans le lexique en Annexe I)

- **Il est recommandé qu'une certification fiduciaire, vérifiant l'adhésion aux pratiques fiduciaires généralement reconnues et acceptées, soit obligatoire et que la notation fiduciaire, qui consiste à mesurer le risque fiduciaire pour les investisseurs, se fasse sur une base volontaire, sauf pour les gestionnaires servant des mandats à caractère collectif. Aucun intermédiaire ne pourrait recommander quelque fonds ou services de gestion sans communiquer l'évaluation du gestionnaire.**

- **Il est recommandé que l'AMF encourage la formation d'une association professionnelle de sociétés de gestion, incluant les gestionnaires de fonds mutuels, afin de faciliter l'auto-régulation des gestionnaires dans leur ensemble.**

(2) Création d'un Observatoire de l'Épargne et de l'Investissement

- A part un jeu de statistiques disparates, grevées entre Statistique Canada et le Bureau et l'Institut de la Statistique du Québec, dispersées entre régulateurs (RRQ, AMF, etc) et les auto-régulateurs ou regroupements professionnels, il n'y a pas de mesure exacte de l'étendue de l'épargne et de l'investissement au Québec ni de son recyclage.
- Les conditions dans lesquelles est canalisée l'épargne, par région et par industrie, restent confuses et il reste difficile d'établir la part de l'industrie québécoise dans la gestion des actifs fiduciaires québécois (assusrance-vie et fonds distincts, caisses de retraite, fonds mutuels, etc.).
- Les autorités, comme les régulateurs, disposent de peu d'outils pour définir les grandes tendances et prendre les mesures qui s'imposent pour encadrer et stimuler l'épargne. Faudrait-il réduire le choix des véhicules de placement pour entamer un premier mouvement et favoriser l'universalité de la sécurité du revenu au détriment de la liberté de choisir son style d'investissement? Quels sont les seuls critiques en termes de taille de fonds collectifs et de caisses de retraite pour optimiser les économies d'échelle ?
- Il n'y a pas de consensus national sur les priorités en termes d'investissements ni sur les conditions pour optimiser l'accès au marché pour des milliers d'épargnants et d'investisseurs.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

- Les professionnels sont également dépourvus de moyens d'action et d'analyse adéquate permettant de rendre le marché plus efficient.
- Le Québec a besoin d'études périodiques de la RRQ sur les conditions applicables aux régimes de retraite à cotisations déterminées. Devant l'augmentation du nombre de régimes à cotisations déterminées (qui risque d'être influencée par l'effet de la nouvelle législation américaine), il serait important de proposer une nouvelle politique qui mette de l'avant l'intérêt de l'épargnant d'abord avant celui de l'institution financière.
- Faut-il concevoir une politique modulaire qui serait au départ beaucoup plus contraignante en termes de choix, mais combien plus rassurante pour une majorité d'épargnants, et prévoir une délégation progressive de responsabilités sur une période de 7 à 15 années, le temps de bien resserrer les boulons dans la phase critique que les Québécois connaîtront ?
- Le Québec a besoin d'accélérer sa recherche dans le domaine de l'industrie fiduciaire et de jouer un rôle leader en Amérique du Nord. Cette industrie qui est en pleine expansion requiert une connaissance plus universelle à laquelle se prête bien la dualité juridique du Québec (jurisprudence et code civil napoléonien). De nombreuses questions restent à être élucidées comme la taille optimum des caisses de retraite et des fonds collectifs, la combinaison de fonds mutuels et de protection d'assurance, la garantie ou l'indemnisation en cas d'insolvabilité de caisse ou de fraude de fonds.

- **Un Observatoire de l'épargne et de l'investissement au Québec devrait être créé de concert sous l'égide du Minstière des Finances et/ou du Ministère de l'Emploi et de la solidarité sociale, avec l'Institut de la Statistique du Québec, le réseau universitaire et les principaux représentants des investisseurs et intermédiaires. Cet Observatoire aurait pour mission d'informer la société dans son ensemble, de suivre de façon plus dynamique l'évolution annuelle des tendances les plus importantes, de sensibiliser toute la communauté d'intervenants, d'engager des programmes de recherche et de soumettre un diagnostic annuel à l'État avec des recommandations d'action et de suivi.**

(3) Création d'une charte des droits et devoirs de l'investisseur

- La révolution causée par l'industrie fiduciaire et les changements accélérés qu'elle entraîne rendent souvent la justice incertaine et les citoyens confus sur leurs droits réels de recours.
- Fraude, abus et négligence fiduciaire, dégagés des risques mêmes de marché, sont des réalités qu'il faut aborder de front et traiter entre toutes les parties.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

- Les courtiers, qui ont toujours refusé de reconnaître leur responsabilité fiduciaire comme intermédiaire, sauf lorsqu'ils offraient des conseils, devront ajuster leur chronomètre et reconnaître que même dans l'exécution d'ordres d'achats ou de ventes de titres ou de fonds, ils sont redevables fiduciairement. D'ailleurs, la nouvelle législation américaine sur les fonds de pension va exactement en ce sens en attribuant aux courtiers une responsabilité lorsqu'ils agissent comme conseillers de fonds.
- Le rejet par nombre de gestionnaires d'une responsabilité fiduciaire au sens générique du terme (voir définition du devoir fiducial dans le lexique) ne correspond plus à la réalité lorsque les États-Unis, l'Europe et une partie importante du Sud-Est asiatique dans leur ensemble ont emboîté le pas de cette nouvelle responsabilité.
- Le hic est que tout repose sur la jurisprudence et que des abus de part et d'autre, mais plus manifestement du coté professionnel, marqueront de plus en plus l'industrie si des conditions claires et précises de droits et devoirs pour l'ensemble des intervenants ne sont pas mis de l'avant. Les droits de l'épargnant sont assez clairs lorsqu'il suffit de parler de dépôts garantis ou d'obligations d'épargne. Mais il en est autrement dans le monde fiduciaire où il n'y a pas d'obligation de résultats.
- Si le Québec veut marquer son avance, c'est l'occasion de formaliser droits et devoirs de chacun et faciliter d'autant la responsabilisation des acteurs et de mieux encadrer l'appareil de justice et les systèmes de recours en cas de litiges. Tout comme l'assurance-automobile a simplifié l'accès à la protection d'un grand nombre de conducteurs, une charte permettrait de réduire le coût des recours, tout en imposant des règles plus sévères d'imputabilité de part et d'autre.

- **Une charte des droits et devoirs de l'investisseur devrait être adoptée par l'Assemblée nationale pour marquer la priorité d'une action commune à un croisement important de la société. Cette charte, qui s'inspirera des nouvelles conditions fiduciaires de l'industrie et tiendra compte de diverses expérience réalisées dans le monde, vise à optimiser l'accès au marché et à faciliter les droits de recours pour rendre tous les acteurs plus imputables les uns vis-à-vis des autres.**

(4) Développer une culture des meilleures pratiques au travers des législations et de la réglementation

- Dans l'esprit du projet d'Observatoire, de la Charte des droits et devoirs fiduciaires, et d'une approche réglementaire basée sur le risque et sur le

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

développement de mécanismes d'incitation auprès des investisseurs pour qu'ils prennent conscience des risques, il est important de développer et d'encourager le recours aux meilleurs pratiques plutôt que de recourir à une approche autoritaire. C'est le parti pris en faveur d'une réglementation à sécurité active (voir Annexe V).

- Encadrée par la recherche pratique des réseaux universitaires, une politique de développement de l'industrie de gestion à l'échelle nationale et internationale pourrait trouver toute sa justification.
- Il n'y aucun centre nord-américain du type Luxembourg ou Dublin susceptible d'offrir un havre de sécurité pour des grands investisseurs institutionnels. Au lieu d'en faire un centre strictement offshore avec des avantages fiscaux ou de portabilité régionale ou internationale, il serait peut-être opportun de spécialiser le Québec dans des pratiques avancées de gestion.
- L'appétit unique des investisseurs institutionnels québécois[36] pour la gestion alternative (fonds à découvert, capital risque, etc), alliée à la Bourse montréalaise de dérivés, ne pourrait que renforcer l'avantage comparatif de Montréal à cet égard.
- Par consensus avec l'industrie et les associations d'investisseurs, l'Observatoire pourrait servir de catalyseur pour promouvoir le recours aux meilleures pratiques de gestion et d'intermédiation.
- L'Angleterre, qui a été à l'avant-garde des directives européennes dans le développement de nouvelles pratiques dans des domaines aussi variés que les caisses de retraite, la gestion de portefeuille, le recours aux ristournes de commissions de courates par les gestionnaires, la distribution de fonds, etc, peut servir d'exemple au Québec. [37]

- **L'Observatoire devrait diffuser de façon régulière, en étroite collaboration avec des centres de recherche universitaire, les agences de notation, les agences de classement de fonds et divers groupes professionnels[38], des recommandations de meilleures pratiques. Le fait que ces informations soient publiques constituera un incitatif de plus pour soulever**

[36] Des fonds de couverture (hedge funds) du monde entier vendent aux institutionnels québécois qui ont une expérience beaucoup plus longue que dans le reste du Canada en gestion alternative. Autant Genève s'est taillé une avance dans l'investissement alternatif (offshore) par le biais des fonds de fonds et les banques privées (notamment via HSBC Republic), autant le Québec pourrait développer son expertise avec divers outils tels l'Institut de finance mathématique de Montréal (IFM2).

[37] Le Royaume-Uni a adopté à partir de la fin des années 1990 une politique « Educate shareholders » et plusieurs études ont démontré les efforts faits par les sociétés de gestion, les fonds et les caisses de retraite pour se démarquer en termes des meilleures pratiques. Le résultat de nombreuses études et débats publics depuis la fin des années 90, tels les rapports Cadbury, Myners, Turnbull ou le Turner Pension Commission Report publié plus récemment, est que l'Angleterre et l'Écosse restent aujourd'hui à l'avant-garde de la gestion d'actifs à l'échelle internationale.

[38] Il n'y a plus d'association active de gestionnaires professionnels au Québec depuis plusieurs années.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

l'intérêt des agents fiduciaires à s'y conformer et à les dépasser s'ils veulent demeurer concurrentiels.

(5) Création d'un répertoire de fonds collectifs

- Un nombre élevé de fonds collectifs sont vendus au Québec sans nécessairement contrevenir à la loi d'enregistrement auprès des autorités de réglementation.
- Toutefois, le repérage des fonds reste difficile et l'univers disponible prête flanc à beaucoup de confusion.

- **Mettre sur pied un répertoire central des fonds communs de placement offerts aux caisses de retraite et à l'ensemble du grand public pour fournir une divulgation claire des caractéristiques des produits disponibles aux caisses de retraite. Ce répertoire comprendrait des documents préparés par chacun des promoteurs et des spécifications fournies par d'autres intervenants comme : le vérificateur des fonds, le gardien de valeurs, l'administrateur ainsi que leur propre évaluation (certification ou notation). Comme le recommande le CFIQ, ce répertoir central assignerait une numérotation à chaque fonds selon sa date d'enregistrement et sa classification.**

(6) Enregistrement des REER collectifs comme régime de retraite.

- Plusieurs promoteurs choisissent de mettre sur pied un REER collectif plutôt qu'un véritable régime de retraite pour éviter la réglementation afférente aux régimes de retraite.

- **Comme il existe des mécanismes simples d'administration des régimes à cotisations déterminées (le Régime simplifié par exemple), il serait souhaitable de fournir la même protection aux individus couverts par les REER collectifs qu'aux autres participants à des régimes de retraites agréés. Ainsi les REER collectifs devraient être sujets à la réglementation applicable aux régimes de retraite à cotisations déterminées. Dès que les conditions de bases sont rencontrées : déduction sur la paie, ajout de sommes par l'employeur (sous forme de salaire dans un REER**

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

collectif), la réglementation relative aux régimes de retraite devrait s'appliquer.

(7) Étude sur les conditions applicables aux régimes de retraite à cotisations déterminées.

- La prolifération des régimes à cotisations déterminées et des REERs collectifs est aussi un sujet de préoccupation. Cette situation provient directement de la norme d'industrie actuellement en vigueur qui consiste à offrir un très grand nombre de véhicules d'investissement aux participants que ces derniers choisissent selon leur gré. Cette norme favorise l'éclatement des portefeuilles en de multiples composantes, encourage la rotation vers les gagnants d'hier et augmente substantiellement les coûts pour les participants.
- D'autres créent des REER collectifs pour faciliter le service auprès de leurs membres, comme c'est le cas de plusieurs organismes professionnels.

- **Devant l'augmentation du nombre de régimes à cotisations déterminées, il serait important de proposer une nouvelle norme d'industrie qui mette de l'avant l'intérêt de l'épargnant d'abord et non celui de l'institution financière. Ces normes découleraient des constats suivants :**
  - **trop grand choix de véhicules de placement, dans bien des cas (voir commentaires plus bas);**
  - **information parfois incomplète ou insuffisante sur les véhicules de placement et les gestionnaires qui les gèrent;**
  - **support parfois insuffisant aux épargnants pour les aider à faire des choix judicieux, selon leur situation financière et le degré de risque qu'ils sont prêts à tolérer;**
  - **difficulté pour les épargnants de faire un bon choix entre les différents véhicules de placement offerts ;**
  - **améliorer l'information et rendre les choix plus faciles à exercer tant pour les caisses que pour les particuliers;**
  - **choix parfois mal éclairé des véhicules de placement et des gestionnaires et suivi inadéquat de ceux-ci de la part des promoteurs de régimes d'épargne.**

(8) Favoriser les économies d'échelle des fonds collectifs et des caisses de retraite.

- Les frais de gestion et d'administration de fonds collectifs (retraite ou mutuels) sont des facteurs déterminants dans la performance d'un programme d'investissement. Le moindre pourcentage composé sur 5, 10 ou 15 ans peut faire une énorme différence dans le rythme d'accumulation de capital.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

- Des seuils critiques devraient être fixés par les autorités, de concert avec l'industrie, pour favoriser les économies d'échelle et optimiser l'accès au marché.
- La prescription de caisses regroupées par secteurs ou complètement génériques (selon le modèle chilien) pourrait comprendre des conditions de gestion à cliquet, par laquelle les gains et revenus sont régulièrement saisis pour une partie définie à l'avance afin de privilégier la protection du capital.
- Les autorités devraient examiner le modèle chilien revu et corrigé de caisse de retraite, qui couvre l'ensemble de l'Amérique latine et une partie de l'Europe de l'Est, pour réduire les coûts et améliorer le rendement dans un souci d'accès universel à la sécurité de retraite.

- **Favoriser l'émergence de fonds de plus grande taille (comme des fiducies globales) capables d'embaucher des spécialistes qualifiés. Fixer un minimum d'actifs pour justifier des régimes indépendants. Le minimum devrait être de CAD100 million. Des mécanismes fortement incitatifs devraient être mis sur pied pour encourager tous les autres régimes plus modestes à se regrouper ou à joindre un programme collectif.[39]**

- **Mettre sur pied des processus de délégation pour assister les comités de retraite à exercer leurs fonctions. Ceci pourrait se faire par l'entremise de regroupement à l'intérieur de plus grands fonds d'investissements ou par la possibilité de délégation à une organisation de gestion de fonds de retraite**

2.3 SURVEILLANCE ET CONTRÔLE

2.3.2 Échange d'information

(1) L'échange d'information et une meilleure concertation avec les

[39] La taille minimum d'adhésion de caisses de retraites indépendantes à l'Association canadienne et au chapitre québécois de PIAC est de CAD250 millions. Plusieurs tentatives ont été faites au Québec dans le passé (Conseil du Patronat et l'Union des Municipalités sur le modèle d'OMERS en Ontario) pour créer des fonds collectifs et ont échoué. Il faudrait examiner pourquoi et en tirer les leçons. Il faut se souvenir que les premiers efforts lancés aux États-Unis pour créer des caisses de retraite après la Deuxième Guerre mondiale furent orientés vers des fonds sectoriels qui minimisent le risque de solvabilité et pérennisent la fiabilité des régimes. Un excellent article du New Yorker (28 juillet 2006) à ce sujet est « **THE RISK POOL"** What's behind Ireland's economic miracle—and G.M.'s financial crisis? par Malcolm Gladwell, le célèbre auteur de Tipping Point et de Blink

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

services policiers contribueraient-ils à améliorer la protection des épargnants ? Est-il nécessaire d'apporter des amendements aux lois en vigueur pour améliorer les échanges d'information entre les organismes de réglementation et les organismes responsables de la vérification ? Doit-on procéder à des amendements législatifs pour permettre une utilisation efficace, par les services de police, des preuves recueillies par les organismes de réglementation, notamment en matière d'admissibilité de telles preuves devant les tribunaux ?

- L'échange d'information est capitale dans un contexte de responsabilité fiduciaire et peut faire une différence énorme entre des mécanismes de sécurité passive et active au sein d'un marché de capitaux.

- Bien que le secret bancaire et professionnel soient de toute première importance, le secret bancaire en Suisse a visiblement plus nui à la fiabilité de la gestion dans ce pays qu'il n'a contribué à satisfaire aux besoins des investisseurs. Le secret bancaire suisse est justifié pour des raisons fiscales d'abord et avant tout et non pour des motifs de bonne gouvernance. Il est donc essentiel de bien arbitrer entre droits fondamentaux, privilèges et les effets négatifs de l'aléa moral.
- Ce mémoire favorise une sécurité active à tous les niveaux qui responsabilise l'ensemble des intervenants et met en lumière le principe français de non-assistance à investisseur en danger. Un vérificateur, fiduciaire, conservateur, gardien de valeurs, agent de transfert ou administrateur ne peut retenir quelqu'information que ce soit dans un contexte où des la fraude et l'abus fiduciaire pourraient affecter des investisseurs.

- **Nous sommes favorables au principe d'échange d'information et de faire en sorte que les échanges soient facilités dans le cadre légal québécois et canadien. Les autorités de surveillance sont invitées à coopérer activement pour mettre en place les systèmes nécessaires en tenant compte des droits de la personne et du secret professionnel.**

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

2.3.3 Pénalisation

(1) Les peines imposées pour punir les crimes financiers sont-elles assez sévères ? Quelles mesures favorisez-vous pour obtenir un meilleur effet dissuasif ?

CONSTAT

- La pénalisation est un outil indispensable (mais insuffisant) pour maintenir la confiance des investisseurs dans le marché de capitaux.
- Selon la Securities Industry Association, 69% des investisseurs américains croient que la cupidité, les conflits d'intérêt et l'insuffisance des peines infligées aux coupables gênent l'industrie, le niveau le plus élevé depuis le début des sondages en 1995.
- A travers l'Europe, une étude (« Restoring the Broken Trust » juillet 2004) de la Bank of New-York révèle que 60% des sociétés de gestion sondées ont enregistré une baisse de confiance de la part des investisseurs depuis dix ans, surtout en Allemagne et au Royaume-Uni. Environ 44% des participants indiquent que l'industrie des fonds collectifs avaient perdu des affaires à cause de ce phénomène. De mauvaises pratiques de ventes sont à l'origine d'une majeure partie de cette méfiance, suggèrent 65% des répondants, alors que seulement 37% indiquent que cet état résulte du scandale d'initiés des hedge funds.
- Il est indispensable que dans le cadre de fonds collectifs, qui ont autant de visibilité publique, toute fraude et abus fiduciaire soit pénalisé de façon exemplaire. C'est le succès d'estime et la vitesse d'intervention des enquêtes du procureur général de New York qui a permis d'empêcher un effondrement de la confiance américaine après la chute des marchés en 2000-1 et qui a incité les autres régulateurs comme la SEC à réagir plus promptement. C'est aussi la concurrence au niveau des organismes de contrôle, entre le procureur général de New York et la SEC, qui a revitalisé le rôle de surveillant des marchés financiers.
- Il est fort probable que les lois suffisent amplement aux besoins actuels de recours.
- Le problème semble davantage lié au manque d'experts en fraudes et abus fiduciaires qui caractérise la plupart des corps policiers et des régulateurs.

- **Il est recommandé d'accorder plus d'importance aux voies et moyens dans l'application des lois pour assurer une meilleure**

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

célérité dans le traitement des cas de fraude et la pénalisation des coupables.

2.4 CORRECTION ET INDEMNISATION

2.4.1 Fonds d'indemnisation contre la fraude fiduciaire

CONSTAT

- Jusqu'ici la réglementation sur la distribution et la gestion de fonds mutuels au Québec et au Canada traite les fonds comme des véhicules de placement, c'est-à-dire des actions et des obligations. D'où le fait qu'on place beaucoup plus d'emphase sur le prospectus que sur la gestion des fonds. Dans le cas d'une nouvelle émission d'actions, il est normal que la réglementation soit très forte sur la distribution et beaucoup moins sur la gouvernance une fois l'émission complétée car une fois l'émission complétée, ce n'est plus tellement la loi des valeurs mobilières qui s'applique que la loi des compagnies.
- Aujourd'hui les fonds mutuels ne sont plus des véhicules de placement réservés à un petit pourcentage de la population plus aguerrie que la moyenne. Les fonds mutuels sont détenus par plus de 50% de la population nord-américaine. Ce sont donc des produits de consommation et la réglementation qui les entoure devrait en tenir compte.
- Pour un produit de consommation, on peut distinguer deux phases : la production et la commercialisation. Dans le cas d'un produit de consommation on produit d'abord, on vend ensuite et le seul lien qui se maintient entre le producteur et le consommateur est la garantie. Dans le cas d'un fonds mutuel, la séquence est inversée : le service est d'abord vendu (sous forme d'un mandat ou d'une souscription) et ensuite on « produit », mais la différence de séquence n'est pas fondamentale.
- Si on accepte qu'un fonds mutuel soit un produit de consommation, une chose devient évidente au départ : le produit doit être protégé contre la fraude ou la malversation (ou abus fiduciaire). Si j'achète un réfrigérateur, je n'ai pas besoin de démonter le panneau arrière pour voir s'il y a un compresseur car cela va de soi. La même chose doit s'appliquer aux fonds mutuels : s'il y a fraude ou malversation, l'investisseur doit pouvoir être remboursé et cela doit se faire facilement et rapidement, comme dans le cas d'un réfrigérateur qui ne fonctionne pas.
- Les fonds mutuels présentent un problème spécifique puisque les actifs du fonds dépassent de loin la capacité financière de la plupart des intervenants qui gèrent le fonds, d'où la nécessité d'un fonds d'indemnisation. Il existe un fonds similaire

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

pour les courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) qui est financé par les courtiers eux-mêmes.

- Le promoteur du fonds doit être le principal responsable de la qualité du produit comme le fabricant l'est pour un produit de consommation. Ceci n'empêche pas le rôle de fiduciaire mais la réglementation devrait faire en sorte que le promoteur soit le premier responsable s'il y a malversation.
- Mais l'indemnisation des clients contre la fraude, en plus d'accélérer les procédures de recouvrement pour l'investisseur et de mieux encadrer les droits de recours (en minimisant les recours collectifs), doit se fonder sur une approche de risque selon le profil de chaque gestionnaire. C'est dire que toute prime doit être fonction d'une évaluation d'un organisme de gestion et de sa fiabilité fiduciaire et non pas d'une tarification égale pour tous.
- Un programme d'indemnisation, qui passe d'abord par un renforcement général de la gouvernance fiduciaire à travers l'industrie, aura pour effet de réduire la concentration des services financiers en permettant aux indépendants d'offrir les mêmes garantie de bonne pratique que les plus grandes institutions.
- A l'inverse et selon le principe de sécurité active, l'approche de l'investisseur à l'égard du promoteur/gestionnaire doit être beaucoup plus pro-active. Au lieu de dépendre passivement de la règle « connaissez votre client » pour obtenir des conseils, il est temps que l'investisseur fasse les démarches requises pour faire son propre bilan, un peu comme il remplit (ou fait remplir) sa déclaration fiscale une fois l'an.
- Il appartient au gestionnaire, courtier ou conseiller de remplir un formulaire standard. Mais ce formulaire est souvent mal rempli et parfois même manipulé par le gestionnaire lui-même ayant intérêt à imposer ses produits au client sans que ce dernier ne puisse en réaliser les conséquences.

- **Un Fonds d'indemnisation devrait être établi pour libérer les investisseurs de tout risque de fraude et reconnaître que les fonds collectifs sont des produits de consommation de masse. Ce Fonds, qui pourrait être administré comme une mutuelle, sera financé à parité à même les primes (ajustées sur une base de risque) versées par les gestionnaires et les investisseurs (au travers leurs fonds ou par le biais de frais annexes de gestion). Ce fonds pourra sonder le marché de façon continu, de pair avec l'Observatoire de l'épargne et de l'investissement, pour améliorer les pratiques et réduire le risque fiduciaire des consommateurs.**

- **La responsabilité de « connaître votre client » devrait être scindée en deux. Ceci divisera la responsabilité qui causait**

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

beaucoup de confusion jusqu'ici. Ce formulaire est une forme d'état fiduciaire du client qui met en valeur toutes les caractéristiques requises par le gestionnaire pour assurer un maximum de convenance fiduciaire. C'est donc l'investisseur qui devrait remplir le tout avec l'aide d'un conseiller signataire (parent, notaire, consultant, ressources humaines de l'employeur, syndicat, etc) mais pas avec un gestionnaire qui peut se retrouver en conflit d'intérêts.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

3. Partie III : CONCLUSION ET SOMMAIRE DES RECOMMANDATIONS

Trois principes fiduciaires animent l'ensemble des recommandations de ce mémoire :

- optimiser l'accès au marché financier pour offrir les meilleurs services fiduciaires ;
- la convergence des structures fiduciaires et des investisseurs individuels et institutionnels ;
- le besoin d'une réglementation fondée sur le risque et d'une ouverture des marchés pour stimuler la concurrence.

Dans un souci de responsabiliser l'ensemble des intervenants du marché, il est important pour le législateur de revoir les droits et devoirs fiduciaires et reconnaître le phénomène général de convergence qui marque l'ensemble de l'industrie fiduciaire et des mécanismes d'épargne collective. Plutôt que de centrer toute leur attention sur les produits de fonds mutuels, législateur et régulateur ont intérêt à rétablir l'équilibre entre gestionnaire et dépsitaire/conservateur, à mettre davantage l'accent sur la responsabilité du gestionnaire et de l'investisseur et de faciliter l'émergence de nouveaux outils d'information à valeur ajoutée qui simplifie la prise de décision et l'imputabilité fiduciaire. La plupart des recommandations s'inspirent d'une approche de sécurité active plutôt que passive.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Problème	A- Politique générale	C- Fonds communs	B- Caisse de retraite
1- Les droits et devoirs fiduciaux des investisseurs et des professionnels restent confus dans leur ensemble et dans les droits de recours réels à disposition des parties prenantes	Réalisation et mise à jour d'une charte des droits et devoirs fiduciaux **Caractère préventif**	Cette charte procurera une vision d'ensemble. Trop d'investisseurs ne font pas le lien entre leurs positions vis-à-vis d'un régime complémentaire de retraite et les fonds collectifs auxquels ils participent par leur REER, directement ou par leur régime même de retraite. De même, il devient important que les professionnels puissent compter sur des investisseurs prêts à acquérir un minimum de connaissances pour exercer des choix avisés. C'est ici que le formulaire de « connaître votre client » pourrait être rempli par l'investisseur lui-même.	
2- L'état actuel consolidé de l'épargne et de l'investissement collectif au Québec, ses conditions, ses tendances et ses risques sont très difficiles à circonscrire, compte tenu de la dispersion et du dédoublement des données.	Le Ministère des Finances ou de l'Emploi et de la Solidarité sociale devrait établir un « Observatoire de l'épargne et de l'investissement au Québec », avec l'Institut de la Statistique du Québec, en étroite collaboration avec le réseau universitaire et le secteur privé. Cet observatoire publierait un « Diagnostic annuel » qui deviendrait une source privilégiée de référence et d'éducation tant pour les professionnels que pour les particuliers. **Caractère d'observation**	Le diagnostic annuel couvrirait l'ensemble du passif (total des souscriptions brutes et nettes) des fonds communs, des fonds distincts et autres fonds collectifs assimilables, ainsi que le déploiement de leurs actifs. Plusieurs analystes et observateurs spécialisés de la scène canadienne des fonds mutuels jugent que les sources d'information sont très disparates et d'inégale valeur.	Cet état couvrirait tout le secteur des retraites publiques et privées, incluant tout le secteur de l'assurance et de la sécurité sociale.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Problème	A- Politique générale	C- Fonds communs	B- Caisse de retraite
3a- Le problème numéro un de la gestion collective est le coût d'accès au marché, soit à cause de frais d'entrée/sortie trop élevés ou d'économie d'échelle trop faible pour les fonds collectifs et les caisses de retraite. **3b- Les frais de gestion des fonds mutuels canadiens sont les plus élevés au monde. Ceci découle d'une concurrence trop faible découlant d'une forte concentration financière et de la fermeture des frontières.**	La révision (projet de loi 30) de la Loi sur les régimes complémentaires de retraite devrait fixer des conditions minima dans la gestion d'actifs pour encourager les réductions de coût, accroître les économies d'échelle et réduire les conflits d'intérêt. Les régulateurs devraient encourager les promoteurs de fonds à distribuer des produits à taille minimum Législateur et régulateur devraient encourager davantage la concurrence en ouvrant les frontières de marché sur la base d'une réglementation de « l'investisseur le plus favorisé » **Caractère correctif et préventif**	• Favoriser la pratique de fonds communs de placement de plus grande taille et le regroupement de fonds dont la taille n'est pas jugée économique • Réclamer de la part des distributeurs des mises en garde de fonds qui ne sont pas de taille économique, dans le cas particulier des démarrages ou de fonds innovateurs. • Les investisseurs devraient pouvoir sortir librement de fonds lors d'un changement de de la société de gestion ou à la suite d'une période d'un an de sous-performance inférieure de 5% à l'indice de référence Dans un monde financier de plus en plus global, la concurrence permettrait d'augmenter l'offre et l'accès au marché pour un plus grand nombre d'investisseurs, en réduisant les frais financiers.	• Favoriser l'émergence de fonds de plus grande taille (comme des fiducies globales) qui pourront embaucher des spécialistes qualifiés. Fixer un minimum d'actifs pour justifier des régimes indépendants. Le minimum devrait être de CAD 100 million. Des mécanismes fortement incitatifs devraient être mis sur pied pour inviter tous les autres régimes plus modestes à se regrouper ou à joindre un programme collectif • Favoriser la création de fonds sectoriels (par secteur industriel) • Étudier le modèle chilien (pour les régimes d'accumulation) qui s'étend à toute l'Amérique Latine et une partie de l'Europe de l'Est • Instaurer des processus de délégation pour aider les comités de retraite à exercer leurs fonctions. Ceci pourrait se faire par l'entremise de regroupement à l'intérieur de plus grands fonds d'investissements ou par la délégation à une organisation de gestion de fonds de retraite.
4- Les conflits d'intérêts des conseillers et professionnels devraient être neutralisés pour éviter les problèmes de congruence actif/passif.	Revoir les structures fiduciaires d'ensemble des organes de placement collectifs **Caractère correctif et préventif**	Simplification de la structure d'un fonds commun en réduisant le nombre de professionnels et en requérant plus d'imputabilité et de responsabilité de la part du fiduciaire ou du dépositaire.	Restreindre les activités de l'actuaire (ou la firme qui l'emploie) d'une caisse de retraite à l'évaluation de la caisse. Cette règle aurait pour effet de rendre formelle l'indépendance de l'actuaire d'évaluation et réduire les conflits d'intérêts potentiels.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Problème	A- Politique générale	C- Fonds communs	B- Caisse de retraite
5- L'information et l'évaluation des sociétés de gestion représentent le problème central des investisseurs tant institutionnels que particuliers.	La certification fiduciaire des gestionnaires devrait être obligatoire et leur notation sur une base volontaire. L'AMF devrait encourager la création d'un nouvel auto-régulateur, une association de gestionnaires professionnels. **Caractère de contrôle**	Les sociétés de gestion devraient être évaluées de façon indépendante pour assurer le partage des mêmes informations à toute la communauté d'investisseurs et réduire ainsi les coûts d'information et d'accès au marché. Aujourd'hui, seules les caisses de taille moyenne à supérieure profitent de conseils professionnels dans l'évaluation et la sélection des gestionnaires et chaque caisse doit payer à nouveau pour obtenir l'évaluation des mêmes gestionnaires. Les particuliers n'ont pas accès à ces études confidentielles.	
6a- N'importe qui peut se targuer d'être conseiller auprès d'une caisse de retraite ou administrateur et fiduciaire auprès de fonds communs de placement. **6b- Un nombre croissant de fonds non enregistrés au Québec sont vendus directement aux institutionnels et aux bureaux familiaux.**	Établir un fichier central d'enregistrement auprès de la RRQ et de l'AMF avec un minimum d'expertise Un fichier avec numérotation, proposée par le CFIQ, répondrait à la confusion qui prévaut sur la distribution de fonds non-enregistrés **Caractère préventif et de contrôle**	Ce fichier central complétera les services d'évaluation fiduciaire et permettra tant aux investisseurs qu'à leurs conseillers ou distributeurs de mieux « connaître leur gestionnaire », les professionnels qui l'entourent et tout l'univers des fonds distribués au Québec. Cela réduirait du coup l'opacité sur l'état effectif de la concurrence.	Ce fichier permettra aux caisses de retraite et à leurs bénéficiaires de mieux connaître le tour de table de la caisse, tout en offrant une plus grande transparence.
7- Plusieurs promoteurs choisissent de mettre sur pied un REER collectif plutôt qu'un véritable régime de retraite pour éviter la réglementation afférente aux régimes de retraite.	Établir l'enregistrement auprès de la RRQ de tous les REER collectifs et normaliser leurs conditions comme régimes **Caractère préventif et de contrôle**		Enregistrement des REER collectifs comme régime de retraite. Ainsi les REER collectifs devraient êtres assujettis à la réglementation applicable aux régimes de retraite à cotisations déterminées.
8- Fonds d'indemnisation et convergence avec les régimes de retraite.	Un fonds d'indemnisation contre la fraude fiduciaire devrait être créé et servir de fer de lance des meilleures pratiques de gestion et d'intermédiation **Caractère indemnisateur**	Création d'un fonds d'indemnisation visant à protéger les participants contre la fraude et la négligence fiduciaire	Le projet de loi 30 sur la révision de la Loi sur les régimes complémentaires devrait offrir le même degré de couverture contre la fraude, en plus des dispositifs prévus contre l'insolvabilité.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

ANNEXE I

A) LEXIQUE TERMINOLOGIQUE

Source : Centre d'Excellence Fiduciaire (fiduciaire = fiducial au Canada)

Abus fiducial : L'abus s'établit par la démonstration d'un avantage financier mesurable du gestionnaire, avec un effet négatif direct sur la performance d'un portefeuille. Un gestionnaire peut être sujet à une telle violation en :

- s'exposant à un conflit d'intérêts (opération de souscription hors délai, allocation inéquitable de portefeuille, procédé de sélection basée sur la rémunération en commissions ou de ristournes);
- ayant des motifs inappropriés aux intérêts du client investisseur;
- trahissant la confiance du client (manipulation de marché, manquement d'initié, gestion déloyale, etc).

Certification fiduciale: Une évaluation déterminant si une société de gestion adhère aux pratiques fiduciaires généralement reconnues et acceptées par les plus grands instituts à travers le monde[40]. Regroupées au nombre de vingt-quatre par le Centre d'Excellence Fiduciaire (CEFEX), ces meilleurs pratiques, jugées comme les plus sensibles à la gestion de portefeuille, visent à réduire le risque fiduciaire en contenant, voire en diminuant le potentiel de conflits d'intérêts. Contrairement à la notation, qui est plus complète et s'adresse davantage aux grands organismes de gestion, à la gestion alternative et à la gestion collective, la certification ne mesure pas le risque fiducial. Dans le cas de Norbourg et en fonction des informations disponibles sur les pratiques de l'organisation avant le scandale, la société n'aurait pu satisfaire les conditions d'une certification fiduciaire.

Défaut fiducial : Il y a trois formes de défaut ou de transgression fiduciale:

- La négligence fiduciaire qui nuit au client, mais qui ne profite pas au gestionnaire de manière vérifiable.
- L'abus fiduciaire qui nuit au client et qui profite de manière vérifiable au gestionnaire, comme au moment où Norbourg a congédié tous les gestionnaires tiers qui avaient été retenus par la Caisse de dépôt avant la cession de la société

[40] Ces pratiques généralement acceptées et reconnues sont référenciées par les 24 meilleures pratiques fiduciaires du Centre d'Excellence Fiduciaire (CEFEX), qui découlent de trois documents principaux.

- « Asset Manager Code of Professional Conduct » adopté par l'Institut CFA (mieux connu anciennement sous le nom d'Association for Investment Management and Research – AIMR, responsible de l'accréditation du Chartered Financial Analyst)
- « Code of Conduct for the European Investment Management Industry » adopté par la European Fund and Asset Management Association (EFAMA)
- « Risk Standards for all Institutional Investment Managers and Institutional Investors » adopté par le Risk Standards Working Group (RSWG)

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Capital Teraxis (et les fonds Évolution) à Norbourg. Les clients n'avaient jamais été consultés ni informés des risques que cela pourrait entraîner.

- La fraude fiduciaire par détournement de fonds, comme plusieurs organisations dont Norbourg, Norshield, Mount Real semblent accusés.

Fiducial : Le néologisme fiducial (et son dérivé quasi (-) fiducial), à la forme adjective (sans le trait d'union) et substantive (avec le trait d'union), a été créé par les normalisateurs canadiens de la common law en français pour que le français ait, comme l'anglais, deux équivalents distincts : fiduciaire et fiducial pour "trustee" et "fiduciary" respectivement. Quoique l'emploi de fiduciaire pour rendre "fiduciary" soit naturellement encore d'usage dans la jurisprudence, il convient de suivre la recommandation des normalisateurs pour faire la distinction entre le "trustee" (le fiduciaire) et le "fiduciary" (le fiducial). (Source. Termium, Bureau de Traduction des Travaux publics et des Services gouvernementaux du Canada). Le mot « fiducialement » dans le Lexique de l'ancien français de Godefroy, signifiait « avec confiance ». Pour sa part, le Grand Robert recense, comme terme technique, le mot « fiduciel » (l'équivalent anglais reste le même : 'fiducial'), le définissant ainsi : « Qui sert à guider. Ligne fiducielle. Point fiduciel. »

Grade fiducial institutionnel : Niveau de fiabilité qui s'apparente au grade d'investissement (« investment grade ») en risque de crédit. La principale différence provient du fait que le grade institutionnel délimite la frontière d'une gestion jugée apte à servir le grand public en fixant des normes plus exigeantes (l'équivalent de « A » simple dans les échelles des agences internationales de crédit) que le grade d'investissement (égal ou supérieur à BBB chez S&P et Fitch ou Baa chez Moody's). Ce grade institutionnel offre au détenteur de capital des droits de recours mieux reconnus, structurés et bien définis dans la jurisprudence (cas de Unilever vs Merrill Lynch-Mercury Asset Management décrit à la fin de ce lexique). La notation vise à déterminer si une société peut répondre aux exigences des responsabilités souvent complexes de fiduciaires d'organismes de placement collectif et de caisses de retraite qui sont imputables vis-à-vis d'un grand nombre de cotisants ou d'investisseurs. Par assimilation, cette approche inclut les courtiers en valeurs mobilières et les conseillers en investissements. Dans le cas de Norbourg et selon les informations disponibles avant le scandale sur les pratiques de l'organisation, la structure de gouvernance n'aurait pas obtenu un grade institutionnel, démontrant ainsi l'insuffisance de l'organisation à gérer des capitaux publics.

Négligence Fiduciale : Cette négligence s'exprime par la déficience de pratiques fiduciales. Règle générale, la transgression vient d'une gestion de portefeuille omettant de recourir aux règles prudentielles minimum éditées par la loi ou prescrites par les pratiques fiduciaires généralement reconnues et acceptées par l'industrie. Dans le pire des cas, l'extrême négligence ouvre la voie à l'abus et à la fraude. Cette négligence survient quand la déficience de pratiques n'entraîne aucun avantage visible ou évident favorisant le gestionnaire au détriment du client investisseur, contrairement à l'abus du

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

devoir fiducial ou à la fraude. L'évidence d'une telle négligence vient de gestionnaires ou de sociétés de gestion incapables de documenter le caractère fiduciaire de leur organisation, leurs systèmes d'investissement ou leurs procédés d'exécution pour protéger ou bonifier le capital de leurs clients[41]. Les gestionnaires peuvent être sujets à la négligence fiduciale notamment en :

- conseillant mal leurs clients (en matière de politique d'investissement ou de sélection de classes d'actifs);
- acceptant des mandats pour lesquels ils n'ont pas les qualifications requises;
- violant les conditions de mandats (en changeant de styles ou ne respectant pas les règles définies dans un prospectus de fonds);
- manquant de prudence dans l'exécution des différent stades de la chaîne d'investissement (recherche déficiente, allocation stratégique et construction de portefeuille inappropriée, négociation inadéquate de titres, etc)

Notation fiduciaire : Evaluation de la fiabilité d'une société de gestion et de son aptitude fiduciale à lever des fonds dans le public (fonds mutuels et fonds distincts par exemple) ou pour gérer des fonds publics institutionnels (caisses de retraite, fondations universitaires ou d'hôpitaux, trésorerie de sociétés cotées en bourse, de sociétés publiques ou de gouvernements, etc). C'est une mesure de risque plus qu'une mise en conformité que représente la certification. Une société de gestion qui obtient le grade fiduciaire institutionnel signifie que son organisation a les moyens, les talents et l'expertise requise pour satisfaire les besoins de fonds publics. La notation permet de mieux scinder les contraintes structurelles de gouvernance et professionnelles d'investissement pour permettre aux investisseurs de distinguer entre ceux qui peuvent leur donner des conseils sans avoir les moyens de gérer et ceux qui peuvent gérer directement et adéquatement leurs capitaux.

Relation fiduciaire et fiduciale : On appelle "fiduciary relationship" les rapports qui existent au regard du droit entre un "fiduciary", c'est-à-dire une personne qui possède certains pouvoirs ("fiduciary powers") et obligations ("fiduciary obligations") qu'elle est tenue d'exercer au profit d'une autre personne, et cette autre personne, dite le "beneficiary"[42]. Dans ses rapports avec le "beneficiary", le "fiduciary" possède avant tout un "duty of fiduciary care" et peut être poursuivi pour "breach of fiduciary duty" ou "breach of fiduciary care". Pour garantir l'exécution de son mandat, on peut lui demander d'obtenir un "fiduciary bond", une pratique courante de commissions

[41]Loin de refléter des devoirs bureaucratiques, cette documentation ne fait qu'exprimer le devoir intrinsèque de tout fiduciaire de faire preuve d'une obligation de voies et moyens contrairement au débiteur qui a une obligation de résultats (rembourser le capital avec intérêts).

[42] « "Fiduciary relationship" est un générique par rapport à "trust relationship". Or, s'il importe de distinguer le "fiduciary relationship" du "trust relationship", il faut aussi le distinguer, à l'autre bout du continuum, du "confidential relationship" (V. dossier 'confidential'). Le"fiduciary relationship" se situe donc, selon nous, à mi-chemin entre le "confidential relationship" et le "trust". Il y aurait preference pour dire qu'il y a deux grandes familles de rapports, soit les 'fiduciary relationships' (où il y a un devoir de loyauté) et les 'confidential relationships' (où il n'y a pas de devoir de loyauté). La 'fiduciary relationship' « renvoie à une *catégorie juridique* déterminée par les tribunaux selon la présence ou non de certaines caractéristiques, et qui implique des obligations et des mesures réparatrices ». Source : *Promotion de l'accès à la justice dans les deux langues officielles et le « Lexique du droit des fiducies »*

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

provinciales de valeurs mobilières au Canada à l'endroit des sociétés de gestion et autres prestataires de services fiduciaux. Dans l'ensemble toutefois, ces engagements financiers sont désuets et restent trop modestes par rapport aux coûts effectifs de correction (« cost of correction » employé de plus en plus en Europe comme troisième niveau de couverture d'assurance permettant de compenser les cloients en cas d'impact de risques opérationnels sur les performances). Les termes 'fiduciary relation' et 'fiduciary relationship' pourraient alors se rendre par « rapport fiducial », « lien fiducial» ou « relation fiduciale ». Malgré l'étroite parenté entre 'relation' et 'relationship', Les termes de « rapport » pour le premier et – exceptionnellement – deux équivalents pour le second, à savoir « relation » et « lien » sont recommandés pour la normalisation du vocabulaire du droit des fiducies, quitte à ajouter une note explicative à 'fiduciary relationship' disant que le terme « rapport », plus général, pourra également convenir dans bien des cas.

Risque fiduciaire ou fiducial : La notation fiduciaire mesure le risque de confier son capital à un tiers. C'est le risque d'imputabilité d'un gestionnaire par rapport aux attentes contractuelles d'un client, en omettant de recourir aux pratiques généralement reconnues et acceptées par l'industrie fiduciaire dans l'exercice d'un mandat. Ce risque affecte directement la performance d'un mandat en mettant en péril la sécurité et la bonification du capital d'une institution collective. Comme la performance passée ne peut pas prédire la performance future d'une société de gestion, la seule mesure d'anticipation de risque repose sur les pratiques fiduciaires du gestionnaire et l'impact que ces pratiques pourraient avoir sur la performance future. Si ces pratiques peuvent être corrélées à l'historique de performance du gestionnaire, il devient alors possible de mieux anticiper le risque de dérive d'un mandat au cours des 12 à 18 prochains mois.

Certains **assimilent le risque fiduciaire aux risques opérationnels tels que définis par Bâle II** pour mesurer les conditions d'adéquation de capital des banques et d'institutions assimilables. Mais ces risques ont été fixés en fonction du risque de crédit et, dans le cadre d'une relation crédit/débit, doivent être entièrement contenus par le capital de l'institution prêteuse. D'où la préoccupation d'adéquation de capital par rapport aux risques susceptibles de grever les fonds propres de l'institution. Dans un contexte de crédit en effet, un déposant n'a que faire des risques opérationnels : il a tous les droits de récupérer son capital plus intérêt. Mais tel n'est pas le cas dans l'univers fiduciaire où le risque opérationnel est beaucoup plus poreux et déborde souvent les frontières de l'institution fiduciaire pour affecter directement le client. Qu'il s'agisse d'une catastrophe informatique paralysant la négociation de valeurs ou d'une négligence du système de contrôle entraînant une exécution déficiente, d'une erreur de valorisation de portefeuille, d'un système déficient de conformité en prévention de conflits d'intérêts ou de flux financiers mal gérés entraînant des dispersions importantes de rendement, voilà autant d'événements susceptibles d'échapper aux garde-fous traditionnels et d'affecter la performance d'un mandat. Et pourtant, l'ensemble de ces risques opérationnels dépend d'une chaîne complète d'imputabilité à travers une organisation. C'est ce qu'on appelle l'imputabilité fiduciaire.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

B) MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS VS. UNILEVER SUPERANNUATION FUND: *COUPABLE OU NON COUPABLE ?*

- Un litige de 130 millions £ (312 millions CAD) que Merrill Lynch a dû régler hors cour pour 75 millions £ et qui a entraîné plusieurs autres règlements en Angleterre.
- Le risque fiduciaire des institutionnels mis en lumière pour la première fois devant un tribunal britannique
- Un mandat de gestion mal ficelé avec trop de sous-entendus
- Des sources de risques qui émanent à la fois de la société de gestion (ou gestionnaire) et de l'institutionnel

L'issue du litige, qui opposait Merrill Lynch Investment Managers (MLIM), alors l'un des dix plus grands gestionnaires au monde (19e en Europe), et la caisse de retraite d'Unilever, la grande multinationale anglo-néerlandaise, n'était pas le plus important à retenir.

L'objet du litige : Mercury Asset Management (MAM), acquise depuis par Merrill Lynch, aurait fait preuve de négligence fiduciaire dans la gestion du portefeuille de la caisse d'Unilever en 1997-98 au point d'entraîner un coût d'opportunité évalué par Unilever à 260 millions CAD (plus intérêts et frais de 52 millions CAD).

À aucun moment, Unilever n'a perdu une partie du capital de sa caisse de pension durant cette période. En réalité, la caisse d'Unilever s'est plainte du fait que, contrairement aux objectifs fixés, MLIM a sous-performé l'indice de 10.5% en 1997-98.

« Si le travail des sociétés de gestion dépendait seulement du jugement de leurs gérants, cela les disculperait de toute responsabilité légale à l'égard des investisseurs, malgré les efforts de ces derniers pour définir leur tolérance au risque dans le contrat de gestion. »

-Jonathan Sumption, QC, avocat d'Unilever Superannuation Fund

« Nous voulons liquider cette affaire – et le plus tôt sera le mieux »

-Bob Doll, président, Merrill Lynch Investment Managers

Engager une poursuite aussi grave pour un tel coût d'opportunité ou « perte relative » peut sans doute étonner. L'affaire est importante parce que, plus que la réparation d'un dommage subi, elle vise à mettre en lumière les responsabilités du gestionnaire, tout comme le cas de Morgan Grenfell/Deutsche Bank (cas d'un fonds collectif qui a coûté un remboursement de 400 millions GBP) ou celui de Jardine Fleming (cas d'un fonds collectif au Japon qui a coûté un remboursement de 20 million USD). Ces cas à caractère institutionnel sont à rapprocher du cas individuel Laflamme vs Prudential-Bache Commodities Canada Ltd (Cour Suprême du Canada, 3 mai, 2000). Le cœur du débat n'est pas de savoir si les employés d'Unilever ont été victimes de négligence fiduciaire d'une société de gestion.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

L'enjeu véritable est de tester les frontières du risque fiduciaire (au sens anglo-saxon du terme). Dans quelle mesure MLIM pouvait-elle être tenue responsable d'avoir failli aux attentes contractuelles du client ? Et dans quelle mesure les limites de tolérance fixées par l'investisseur – ici, la caisse de pension d'Unilever– font-elles partie des engagements fermes du gérant. En d'autres termes, ces limites de tolérance constituaient-elles une obligation de résultat pour le gestionnaire?

3.1.2 Les trois faiblesses de MLIM

Des informations révélées à ce jour, il ressort au moins trois fautes importantes de la part de MLIM.

1- La conclusion d'un **contrat de gestion à risque élevé**. En acceptant les limites de risque définies par Unilever, MLIM s'engageait à les respecter et annonçait en quelque sorte son aptitude à performer à l'intérieur d'une bande très étroite compte tenu de la volatilité de l'indice anglais FTSE All Share Index qui servait d'indice de référence. Avec un objectif de 1% au-dessus de ce benchmark, l'objectif de sur-performance défini dans le contrat dépassait de 150 points de base la moyenne de performance relative des gérants institutionnels anglais. A l'opposé, en souscrivant à une limite inférieure maximum de –3% par rapport à ce même indice, MLIM faisait face à une probabilité de 17% de manquer son objectif au cours de quatre trimestres consécutifs.

1.1 LE FIL DU LITIGE (première partie)

1987 : Premier mandat de Unilever Superannuation Fund (USF) accordé à Mercury Asset Management (MAM), le plus grand gestionnaire institutionnel anglais créée par le groupe SG Warburg. La gestion est confiée à **Ms Carol Galley**, jugée comme l'une des meilleures gestionnaires de la place de Londres.

1993 : La performance est bonne jusqu'ici et Ms Galley, qui assume de plus en plus de responsabilités de management au sein de MAM, passe la main à un gérant de 27 ans, **Alistair Lennard**, recruté quelques années plus tôt à sa sortie de Manchester University avec un diplôme de comptabilité et d'économie.

1995 : Ms Galley informe USF, avec deux ans de retard, que la gestion au jour le jour du portefeuille de 1.5 milliard CAD a été déléguée à M. Lennard.

Juin 1996 : D'après Unilever, MAM est jusqu'ici le meilleur de leurs gérants institutionnels en Angleterre.

Automne 1996 : Le Performance Review Committee de MAM estime que l'éventail du risque de portefeuille d'Unilever, calculé sur la base du système Barra, permet de respecter des balises supérieure de +5% ou inférieure de –3% en termes de tracking error ou sur/sous-performance.

Peu avant novembre 1996 : Ms Wendy Mayal communique avec Alistair Lennard et lui dit de poursuivre son style de gestion. Elle ne demande aucun changement dans la composition du portefeuille.

Janvier 1998 : Des échanges acrimonieux par lettres et rencontres s'intensifient entre Ms Galley et les trustees de l'USF. L'affaire remonte jusqu'au directeur financier d'Unilever et à son CEO, Niall Fitzgerald. Peine perdue pour MAM /MLIM : à moins de toucher une compensation importante, la voie légale paraît être la seule solution pour Unilever

Avril 1998 : Le mandat de gestion est officiellement rompu par l'USF et chaque partie entame d'intenses consultations avec ses conseilleurs juridiques. De multiples tentatives sont faites pour conclure hors cour. Mais rien n'y fait car l'enjeu paraît trop important de part et d'autre.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

D'après Ms Carol Galley, la responsable des opérations de MLIM qui a signé le contrat avec Unilever, l'objectif de sur-performance de 1% (au-dessus du benchmark) était plus critique que la limite de sous-performance de –3%. Interrogée par le juge sur l'attitude qu'elle aurait eue si on avait voulu donner aux deux objectifs la même importance, Ms Galley a indiqué que le contrat n'aurait pu être exécuté. En d'autres termes, la société de gestion doit faire preuve d'un maximum de moyens pour atteindre l'objectif à la hausse, peu importe s'il passe sous le seuil inférieur.

2- **Le manque de centralisation et de contrôle**. D'après les témoignages de John Richards, l'ancien Chief Investment Officer de MAM, ainsi que de l'auditeur interne et de Frank Russell agissant pour Unilever, cette faiblesse vise d'une part le procédé d'investissement et de gestion et d'autre part la trop grande liberté d'action accordée aux gérants individuels. Une telle décentralisation entraîne un phénomène de dispersion de performance qui était assez répandu en Angleterre dans les grandes maisons de gestion durant les années 90 et très caractéristique de MAM. Peter Stanyer, l'ancien responsable du contrôle des risques chez MAM, l'a d'ailleurs souligné lui-même. « Le principal caractère de Mercury comme maison – et cela était très connu dans le marché – était qu'on ne pouvait pas appliquer d'approche structurée à la gestion tellement la dispersion était grande.»

LE FIL DU LITIGE (Deuxième partie)

Novembre 1996 : Ms Galley transmet le contrat de gestion à USF qui maintient le statu quo du portefeuille jusqu'à la signature. Le consultant de USF, Frank Russell, n'émet aucun commentaire.

2 janvier 1997 : Le mandat de gestion de l'USF entre en vigueur. Toujours aucun changement réclamé.

Mai 1997 : La limite de sous-performance est déjà atteinte, suite à la bulle spéculative du secteur bancaire. MAM reconnaît que le profil de risque est trop élevé. Cela n'empêche pas USF de continuer à gagner de l'argent, soit 10.5% au-dessous du benchmark.

11 mai 1997 : John Richards, le Chief Investment Officer de MAM (et passé depuis à SG Asset Management) comme co-directeur général, démissionne. C'est le patron immédiat d'Alistair Lennard.

13 mai 1997 : Ms Galley promet à USF de changer de gérant

14 mai 1997 : Ms Galley informe Alistair Lennard qu'il serait mieux, pour préserver les relations avec Unilever, de passer la main à Paul Hardwood. Elle promet également à Unilever de prendre d'autres mesures pour remédier à la sous-performance du portefeuille de titres.

Juin-Décembre 1997 : Aucun remaniement important du portefeuille n'est réclamé et la sous-performance continue au-delà des limites fixées par Unilever qui, de toute évidence, s'attend à des efforts de rattrapage de la part de MAM.

Novembre 1997 : MAM est vendue à Merrill Lynch Investment Managers pour £3.1 milliards (6 milliards CAD). Les dirigeants sont soumis à une période de lock-up qui leur interdit de vendre leurs actions à des tiers avant une période de trois ans.

La dispersion signifie que pour un même indice de référence, une même classe d'actifs et, parfois, le même gérant, le rendement de plusieurs portefeuilles peut varier notablement. Le niveau acceptable de tolérance est généralement de 20 points de base, quoique cet écart peut varier plus ou moins selon les classes d'actifs (moins pour les

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

instruments à revenu fixe et davantage pour les actions de petites capitalisations ou de marchés émergents).

Bien entendu, les entrées et sorties de fonds et la taille du portefeuille expliquent souvent ces différences de rendement. Mais dans l'ensemble, une société de gestion doit pouvoir offrir un rendement comparable si les hypothèses de départ sont semblables. Dans le cas d'Unilever, l'écart de performance entre l'indice et le portefeuille s'expliquait en partie par la sur-pondération des titres industriels (28% contre 3% pour le portefeuille modèle ou central de MAM durant la même période). La gestion du risque semblait également avoir été différente, tout simplement parce que Alistair Lennard, le jeune gestionnaire chargé par Ms Galley de la gestion du portefeuille d'Unilever, avait probablement trop de marge de manœuvre. Alors que Ms Galley donnait l'impression aux fiduciaires de l'USF que la supervision du portfeuille se faisait sur une base hebdomadaire, des rapports internes suggèrent des contrôles beaucoup moins strictes.

En outre, M. Lennard a reconnu que la gestion du risque dépendait beaucoup plus d'une approche intuitive (« the look and sniff approach ») que d'une méthode bien structurée par l'analyse des scénarios et le brainstorming de groupe.

3- La troisième erreur de MLIM fut d'avoir **négligé d'informer les fiduciaires d'Unilever des changements survenus à l'intérieur du groupe** à une période où l'industrie anglaise de gestion connaissait une profonde mutation. Le fait d'avoir mis deux ans à informer le client du changement de gestionnaire et d'avoir omis d'informer Unilever sur le partage des nouvelles responsabilités au sein de MLIM caractérise un manque de transparence qui sévit souvent dans les relations fiduciaire gestionnaires-clients aujourd'hui. Dans le cas de MLIM, la situation était d'autant plus grave que la délégation de gestion a eu lieu parce que Ms Galley était trop préoccupée par ses fonctions administratives, selon le témoignage de M. Lennard : « Elle consacrait plus de temps à gérer l'entreprise qu'à gérer ses portefeuilles ». Selon une pratique encore trop répandue, une fois le mandat accordé, l'investisseur considère qu'il n'est pas important de suivre l'évolution de l'organisation du gestionnaire et de ses procédés dans le temps. Pourtant, c'est précisement dans ce contexte que les dérives peuvent survenir. Il est en effet important de comprendre que malgré toutes les conditions d'un contrat bien ficelé, une société de gestion évolue, tout comme son client, et les changements internes peuvent souvent influencer la performance ultime du portefeuille. C'est cette relation de cause à effet qu'il importe de suivre de près.

3.1.3 Les trois faiblesses de Unilever Superannuation Fund

Les trois erreurs apparentes des fiduciaires de Unilever pourraient également démontrer une certaine négligence fiduciaire.

1- **Mauvaise communication interne**. Il semble que tous les fiduciaires de la caisse de retraite n'étaient pas au courant des conditions spécifiques du contrat et des

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

balises assez strictes imposées par le Chief Investment Officer (CIO) d'Unilever, Ms Wendy Mayall. Le fait d'avoir signé un tel contrat aurait dû entraîner une communication très précise sur les limites de responsabilité de chacun. Cela n'a pas eu lieu et les seules négociations ont porté sur l'extension des limites et sur la durée maximale de sous-performance acceptée (quatre trimestres). De toute évidence, les deux parties donnaient une interprétation fort différente de l'importance accordée aux limites de tolérance fixées par Unilever.

2- **Défaut de surveillance**. Certes, il n'appartenait pas à Unilever de gérer à la place de MLIM ni de déterminer le contenu du portefeuille. Après tout, la gestion est déléguée ou elle ne l'est pas. Par contre, il appartenait aux fiduciaires d'Unilever de contrôler leur risque global et spécifique pour chaque gérant responsable d'une partie des £4 milliards (8 milliards CAD) d'actifs sous gestion de la caisse. Il est étonnant que Frank Russell, le consultant retenu par l'USF, n'ait pas réagi plus tôt ni n'ait suggéré des remaniements à titre de prévention. Il est d'ailleurs frappant de constater la "discrétion" de ce consultant au cours du procès.

3- **Faiblesse dans les exigences de reporting**. Les conditions de reddition de comptes (« reporting ») des gestionnaires auprès des institutionnels ont bien évolué depuis le milieu des années 90. Cependant, il arrive encore souvent que les investisseurs institutionnels négligent l'importance des clauses du contrat spécifiant d'informer le client en cas de changement matériel susceptible d'affecter directement ou indirectement la performance des portefeuilles. Les causes de modification devraient même être énumérées et la périodicité des rapports devrait être clarifiée. Cela va des opérations de contrôle de risque et de déontologie (mise en conformité) au niveau de la firme en passant par la qualité du back-office, l'administration et la valorisation des portefeuilles, sans oublier la qualité des prestataires pour l'exécution des ordres d'investissement

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

ANNEXE II :

EXTRAIT DU PROJET DE LOI 29 - LOI MODIFIANT LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES ET D'AUTRES DISPOSITIONS LÉGISLATIVES

M. Michel Audet, ministre des Finances

http://www.assnat.qc.ca/Indexweb/Recherche.aspx?cat=ex&Session=jd37l2se&Section=projlois&Requete=&Hier=29 - Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobili%C3%A8res et d'autres dispositions l%C3%A9gislatives_M. Michel Audet, ministre des Finances_

Présentation (9 juin 2006) 2367-8

« **TITRE III.1**

« FONDS D'INVESTISSEMENT

« **109.1.** Est un gestionnaire de fonds d'investissement la personne qui dirige l'entreprise, les activités et les affaires d'un fonds d'investissement.

« **109.2.** Le gestionnaire de fonds d'investissement doit fournir toute information exigée du fonds d'investissement en vertu de la présente loi ou d'un règlement.

« **109.3.** Le gestionnaire de fonds d'investissement doit, dans l'exercice de ses fonctions, respecter les obligations prévues dans son acte constitutif, ses règlements ou la loi et agir dans les limites des pouvoirs qui lui sont conférés.

« **109.4.** Le gestionnaire de fonds d'investissement doit, dans l'intérêt du fonds et de ses bénéficiaires ou de la fin poursuivie, agir avec prudence, diligence et compétence et s'acquitter de ses fonctions avec honnêteté, bonne foi et loyauté.

« **109.5.** Le fonds d'investissement doit se soumettre aux règles de fonctionnement portant sur la gestion, la gérance, la garde et la composition des avoirs des fonds d'investissement, notamment les règles portant sur la gouvernance et la gestion de conflit d'intérêts, prévues par règlement.

« **109.6.** Malgré la Loi sur les sociétés de fiducie et les sociétés d'épargne (chapitre S-29.01), l'Autorité peut autoriser une personne morale autre qu'une société de

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

fiducie régie par cette loi à agir à titre de fiduciaire d'un fonds d'investissement conformément au Code civil. ».

Voir :ttp://www.assnat.qc.ca/Indexweb/Recherche.aspx?cat=sv&Session=jd37l2se&Section=projlois&Requete=29%20%20Loi%20modifiant%20la%20Loi%20sur%20les%20valeurs%20mobilières%20et%20d'autres%20dispositions%20législatives

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

ANNEXE III :

Les effets de la révolution de l'industrie fiduciaire et ce que cela veut dire pour les investisseurs québécois

- L'industrie financière a complètement changé depuis 25 ans à travers le monde. C'est la plus importante transformation économique de l'histoire avec l'Internet depuis la révolution industrielle et la téléphonie. Et tout cela en moins d'une génération ! D'une industrie largement régulée par le crédit (banques commerciales et compagnies de finance, sociétés de leasing et d'affacturage) à l'orée des années 80, la finance est aujourd'hui dominée par l'activité fiduciaire[43]. Cette activité comprend la gestion d'actifs (tous les organismes de placement collectif comme les caisses de retraite, les fonds mutuels, etc), l'intermédiation des courtiers en valeurs mobilières et en fonds collectifs, les compagnies d'assurance-vie, les gardiens de valeurs, les conseillers financiers et les fidéicommissaires.

- Ceci a entraîné un renversement massif de l'épargne publique. L'épargnant de jadis avait un statut de déposant, disposant d'un large filet de sécurité construit durant plus d'un siècle d'expérience institutionnelle (banque centrale, régulateur de banques commerciales, assurance-dépôt, normes d'adéquation de capital de Basle, etc) ayant pour effet de le rendre indifférent aux risques pris par sa banque de dépôt. Aujourd'hui, l'épargnant a été promu au rang d'investisseur qui doit assumer une kyrielle de risques nouveaux se développant à un rythme sans précédent d'innovation. La confusion est telle que nombreux sont les épargnants qui confondent risque de crédit et risque fiduciaire en croyant que les fonds offerts par les banques sont en réalité garantis par ces dernières, comme le sont leurs dépôts. Cette confusion qui prévaut à travers le monde a ainsi permis à des banques commerciales et autres institutions de dépôts de s'improviser fiduciaires presque du jour au lendemain, alors que ces métiers sont fondamentalement différents et requièrent des expertises très différentes.

---

[43] Le terme fiduciaire est employé dans son sens générique et anglo-saxon (« fiduciary ») pour signifier toute activité de supervision d'actifs pour compte de tiers. Le terme recommandé par les bureaux officiels de traduction au Québec et à travers le Canada pour décrire le sens générique de fiduciaire est « fiducial ». Contrairement aux banques commerciales, qui transforment dans leur bilan les dépôts (le passif) des clients en actifs (sous forme de prêts) et qui peuvent utiliser un effet de levier permettant de multiplier les capitaux qu'elles peuvent utiliser pour leurs activités, ces agents fiduciaires ne peuvent jamais intégrer les capitaux de leurs clients à leur propre bilan. Cette règle s'applique même aux gardiens de valeurs qui peuvent prêter les titres de leurs clients (avec la permission de ces derniers bien entendu et en garantissant leur remboursement) à d'autres agents fiduciaires (pour les opérations à découvert des courtiers, des hedge funds, etc.). Le risque fiduciaire se définit comme le risque que prend un investisseur en confiant son argent à un tiers (voir le lexique à la fin de ce mémoire). Le danger qu'incarne ce risque est que l'agent fiduciaire retenu par l'investisseur serve ses propres intérêts avant celui de son client, telle que décrit dans la théorie de l'agence. Cela peut aller de la fraude, où l'agent détourne des fonds, à la pure négligence fiduciaire qui n'apporte aucun bénéfice direct à l'agent mais qui affecte le rendement de portefeuille du client.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

- L'industrie des fonds collectifs fait de moins en moins de distinction structurelle entre les diverses motivations d'épargne (retraite, sécurité de revenu, scolarité, temporaire) qui représentent la tendance de demain comme demande de services. Résultat: d'une industrie servant une classe moyenne d'investisseurs plus avertis, les fonds collectifs deviennent de véritables produits de consommation qui réclament un traitement identique aux autres produits équivalents comme les produits ménagers, automobiles, culturels et immobiliers. La meilleure illustration vient du fameux groupe Fidelity Investments qui annonçait voilà dix ans qu'il n'était plus un gestionnaire d'actifs mais un manufacturier de fonds et un distributeur de produits de consommation, réclamant une qualité de service supérieure à une qualité de performance. Mais il reste beaucoup d'améliorations à apporter pour que les fonds collectifs puissent jouir des mêmes conditions que les produits de consommation massive. Voici les trois principaux écarts qui prévalent :

Les deux solitudes du risque financier:
Crédit et fiducie

CRITERES	RISQUE DE CREDIT	RISQUE FIDUCIAIRE
Forces	l Filets de sécurité depuis 75 ans l Banque assume tous ses risques opérationnels avec assurance-dépôt l Longue expérience/maîtrise du risque de crédit l Variétés de produits simples l Performance passée fixe la notation	l Très réactifs et plus flexibles au marché l Part de marché de l'épargne en forte croissance l Forte concurrence de services l Pratique passée fixe la notation, mais pas l'historique de performance l Risques systémiques moins catastrophiques mais continus + indolores
Faiblesses	l Inertie élevée à reconnaître problèmes/prêts non-performants l Part de marché de l'épargne en forte décroissance l Prix des services dépend du marché transparent de taux l Risques de catastrophes plus grands	l Filets de sécurité inégaux et mal testés l Aucune obligation de résultats l Expérience/maîtrise très jeune du risque fiduciaire l Variété de produits complexes à comprendre et prix discrétionnaires l Grande porosité des risques opérationnels sur l'investisseur
Particularités	l Dépend de cycles économiques plus longs (institutions plus lourdes) l Obligation claire de résultats avec contraintes de moyens	l Dépend de cycles de marché plus courts l Obligation confuse de moyens

  a. En cas de défaut, les fonds collectifs n'offrent aucune garantie de performance ni de sécurité du capital, contrairement aux produits de consommation habituels. La seule exception est le fonds à capital garanti dont le nombre représente une fraction de l'univers des fonds collectifs et dont la prime coûte cher. Les conditions particulières de certains fonds distincts vendus par les assureurs peuvent aussi remplir le même objectif mais en général, les fonds distincts ne préservent le capital qu'à hauteur de 75% et sont trop illiquides (la durée minimum d'investissement est souvent de dix ans).
  b. La fraude entraîne des remboursements relativement aisés ou est généralement réglementée sur la base de l'équité (« fairness ») commerciale et du fair-play. Il est exclu qu'un consommateur ait à intégrer le risque de fraude parmi les risques qu'il prend en achetant un produit. Ce n'est pas le cas dans une relation fiduciale

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

de fonds collectif où fraude, abus et négligence peuvent se cotoyer sans guère de distinction en termes de protection.

c. En cas de défaut (fraude, abus ou négligence), le consommateur de produits courants est en état de retourner la marchandise ou de réclamer un remboursement et/ou une indemnité et ses droits de recours sont généralement élevés. Il en va autrement pour l'investisseur. S'il peut se retirer, il est déjà trop tard car les pertes sont déjà enregistrées. Pis encore, même si la sous-performance mesurable est significative (mettons 5 à 10% de moins en absolu qu'un indice de référence choisi par le gestionnaire ou le véhicule sur lequel le service de gestion a été vendu), il arrive souvent que l'investisseur ne puisse même pas se retirer sans encourir une pénalité des droits de sortie.

- Après une longue période de relations faiblement régulées, un tout nouvel équilibre des droits et devoirs fiduciaux s'instaure graduellement au sein de l'industrie avec l'adoption de trois règles[44] fondamentales de comportement. Après l'obligation de « connaître votre client » pour le gestionnaire et celle de « connaître votre produit » pour le distributeur, une troisième règle[45] s'annonce à la suite du scandale Portus. Celle-ci s'adressera cette fois à l'investisseur : le devoir de « connaître votre gestionnaire ». Cette nouvelle règle entraînera deux changements importants :
  a. L'investisseur devra prendre les moyens pour connaître l'organisme de gestion auquel il s'adresse en exigeant de ce dernier un minimum d'informations standard. C'est l'équivalent d'une évaluation ou notation de fiabilité[46].
  b. L'investisseur devra **prendre la responsabilité de remplir lui-même son formulaire de « connaître votre client ».** Ceci divisera la responsabilité qui causait beaucoup de confusion jusqu'ici[47]. D'une part, il

[44] La **première règle** de « connaître votre client » (pour le gestionnaire, le conseiller et le courtier) fut introduite il y a un siècle mais fut graduellement renforcée depuis 1999. Pour assurer une plus grande cohérence actif-passif, le gestionnaire doit s'assurer que les investissements réalisés correspondent réellement aux besoins de l'investisseur (tolérance de risque, investissements convenables par rapport à l'état économique et aux responsabilités financières du client, compréhension par le client des investissements réalisés, bonne diversification des risques par rapport aux avoirs du client, etc.). Une **deuxième règle** fut introduite au début des années 2000 par l'Association canadienne des courtiers en fonds mutuels pour « **connaître votre produit** » (pour l'intermédiaire et le distributeur de fonds). Cette règle encourageait tous les courtiers à réaliser une vérification diligente des produits collectifs qu'ils vendaient ou recommandaient.

[45] Cette règle est déjà en discussion chez les régulateurs canadiens

[46] L'information disponible aujourd'hui porte sur le prospectus simplifié ou complet d'un fonds. Ce document s'inspire essentiellement du vieux courant légaliste de règles sans tenir compte de l'expertise centrale du sous-jacent, soit l'organisme de gestion, à exécuter fidèlement ce prospectus. Dans une approche de réglementation de risque, la fiabilité de gestion compte plus que les règles de prospectus que peu d'investisseurs prendront la peine de lire de toute façon.

[47] D'après l'ACCOVAM, l'Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC) et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels, plus de 40% de toutes les enquêtes et plaintes logées en 2003 et 2004 portaient sur la question de « connaître votre client » et la convenance des portefeuilles. Source : « La Protection des consommateurs dans les secteurs financiers **: une tâche inachevée**», juin 2006, *Rapport du*

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

appartient au gestionnaire, courtier ou conseiller de remplir un formulaire standard. Mais ce formulaire est parfois mal rempli et peut-être modifié par le gestionnaire lui-même ayant intérêt à imposer ses produits au client sans que ce dernier ne puisse en réaliser les conséquences. Ce formulaire est comme un bulletin de santé financière, une forme d'état fiduciaire du client qui met en valeur toutes les caractéristiques requises par le gestionnaire pour assurer un maximum de convenance fiduciaire. C'est donc l'investisseur qui devrait remplir le tout avec l'aide d'un conseiller signataire (parent, notaire, consultant, ressources humaines de l'employeur, syndicat, etc) mais pas avec un gestionnaire qui peut se retrouver en conflit d'intérêts. C'est ici que des organismes d'ainés comme le FADOQ, regorgeant de professionnels, pourraient jouer un rôle important auprès des plus jeunes générations d'investisseurs

- La **révolution fiduciale**[48] **qui marque le dernier quart de siècle** a entraîné un déplacement massif des centres traditionnels de risques.

a. Cette transition a modifié profondément le modèle d'affaires de l'épargne. Ainsi, gérer les dépôts d'un client rapporte souvent moins que ce que le client retire lui-même, une fois déduit le risque de crédit pris par la banque. Mais c'est le contraire qui prévaut pour un gestionnaire de capitaux qui n'est confronté à aucun risque de crédit ou de marché, seulement à des risques opérationnels. Dans l'ensemble, gérer l'argent des autres rapporte plus que faire gérer son argent par les autres. Le **rendement moyen sur capital investi d'une société de gestion est en moyenne de 30%, soit en moyenne deux fois plus que pour les banques commerciales**. Pas étonnant que les banques canadiennes aient développé leurs activités fiduciales à marche forcée depuis quinze ans.
b. L'avenir de l'industrie de gestion de portefeuille affichera les tendances suivantes
    i) Une **accélération de la concentration** pour réaliser des économies d'échelle. Il y a à peine 5 ans, suggère McKinsey & Co, la moyenne des plus grands gestionnaires géraient environ 500 milliards. Aujourd'hui, ce montant atteint presque mille milliards et devrait atteindre environ 2000 milliards d'ici 2010 alors que les tarifs financiers sur les produits traditionnels baisseront de 10% à 20%
    ii) Une **globalisation des produits d'investissement** avec l'ouverture des frontières. La prochaine révision de la loi des

Comité sénatorial permanent des banques et du commerce

[48] Ce néologisme a été créé au Canada pour éviter la confusion avec le rôle spécifique des fiducies. Voir les définitions dans le lexique à la fin de ce document.

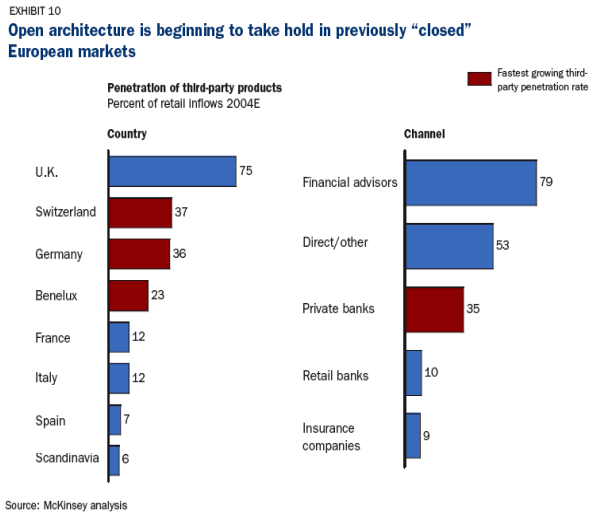
©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

banques pourrait être l'occasion de voir comment intégrer pleinement les services financiers dans l'accord de l'ALENA.

iii) Des produits de plus en plus **orientées vers les objectifs particuliers** de différentes catégories d'investisseurs.

iv) Des **produits de plus en plus compliqués à comprendre**, car intégrant toutes les techniques employés aujourd'hui par la gestion alternative (effet de levier, fonds structuré, usage courant de dérivés, vente à découvert, accélération des taux de rotation de portefeuille, stratégie de rendement absolu) au point où la notion même de gestion alternative disparaîtra pour devenir conventionnelle. McKinsey & Co prédit que près du tiers des revenus des sociétés de gestion proviendront en 2010 de produits qui n'existent pas encore.

L'interrnationalisation gagne du terrain



v) Des gestionnaires qui distingueront de plus en plus l'alpha (création de valeur au-delà des indices de référence et véritable plus-value du gestionnaire) du bêta (la corrélation avec les indices de référence ou de marché ou la réplique de ce que font les marchés). Cette séparation du bêta (une gestion qui n'ajoute aucune valeur ajoutée, sauf de donner un accès au marché à des coûts très variables et souvent mal justifiés) et de l'alpha (où le gestionnaire veut créer un rendement absolu, que les marchés soient bons ou mauvais) devrait être au centre de la réflexion des législateur et régulateur pour profiler une politique de supervision basé sur le risque.

- **L'absence d'obligation de résultat dans le monde fiducial** et les difficultés que cela crée dans les litiges et les processus de droits de recours entraînent l'émergence de conditions plus exigeantes d'imputabilité et de responsabilité fiduciaire. Le changement de paradigmes impose une toute nouvelle culture de régie et de vigile : privilégier l'imputabilité aux règles, préférer les meilleures pratiques d'approche de risques.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

a. D'un régime de dépôt où les banques commerciales avaient une **obligation de résultats directs** auprès de l'épargnant pour lui garantir son capital plus intérêt, on est passé en régime fiduciaire à une **obligation de moyens seulement**, obligation qui sème tellement de confusion que de nombreuses banques ont même utilisé leur notation de crédit pour vendre des produits d'investissements. Or cette notation n'avait absolument rien à voir avec le risque fiduciaire pris par le client, puisque de toute façon, la banque ne garantissait pas le capital ni son rendement.
b. On passe des **risques opérationnels hermétiques** d'une banque commerciale aux **risques et conflits d'intérêt poreux du monde fiduciaire**. Qu'une banque commerciale subisse un crash informatique, se fasse détourner des millions de dollars ou soit victime de conflits divers, rien ne pourra justifier de ne pas rembourser capital et intérêt au déposant au moment où celui le réclame. Si une banque n'honorait pas ses obligations, quelle que soit la cause de ses difficultés, elle sera sujette à des violentes sanctions, voire même la faillite. Mais si un crash informatique empêche un gestionnaire de traiter au meilleur prix une transaction pour le compte d'un client, celui-ci pourrait en souffrir sans jamais savoir qu'un incident opérationnel a affecté la performance de son portefeuille. Si un gestionnaire décide d'embaucher moins de personnel que requis ou d'investir moins dans des systèmes adéquats de prise de décision ou de ne pas recourir aux pratiques fiduciaires généralement acceptées et reconnues, l'investisseur peut en pâtir sans jamais en être informé[49].

- Le rôle central des véhicules d'épargne collective a profondément modifié le comportement des intermédiaires financiers depuis 25 ans.
  a. Les fonds communs de placement (FCP) connaîtront un **essor encore plus rapide** dans un contexte :
     i) **de désintermédiation des régimes de retraite**, qui passent d'un système de prestations à celui de contributions déterminées employant de plus en plus des FCP ou des fonds distincts,

[49] Pas étonnant que la nouvelle Directive européenne directive européenne sur les marchés d'instruments financiers dite « directive MiFID » (à l'origine du plus important bouleversement de cette décennie dans l'industrie des services financiers) insiste tant sur la qualité d'exécution des achats et de ventes de titres. La directive MiFID ne s'applique pas directement aux fonds d'investissement ni à leurs sociétés de gestion,mais elle impose néanmoins aux sociétés de gestion d'organismes de placement collectif prestant des services de gestion discrétionnaire, et de conseil en investissement, en sus de leur activité de gestion collective de portefeuille, nombre d'exigences organisationnelles, de règles de conduite et de règles d'encadrement de conflits d'intérêt. Pour la MiFID, la qualité d'exécution, qui n'est pourtant qu'un des maillons d'une longue chaîne de décision dans la gestion collective d'investissements, comprend le prix d'exécution, le coût de transaction (la commission), le temps et la vitesse d'exécution et le coût d'opportunité ou impact de marché de la transaction. Bref, une exécution de courtage est beaucoup plus complexe que ne le croît un investisseur lambda et peut avoir un effet direct sur la valeur de son portefeuille.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

dépendant de l'organisation chargée d'administrer le régime pour la caisse.

ii) **d'intermédiation des fonds collectifs** vendus de plus en plus par les courtiers et les conseillers financiers. La vente de ces fonds rapporte beaucoup plus en commissions aux intermédiaires que l'achat et la vente de valeurs traditionnelles inscrites en bourse, ce qui représente une nouvelle opportunité pour les courtiers en valeurs mobilières.

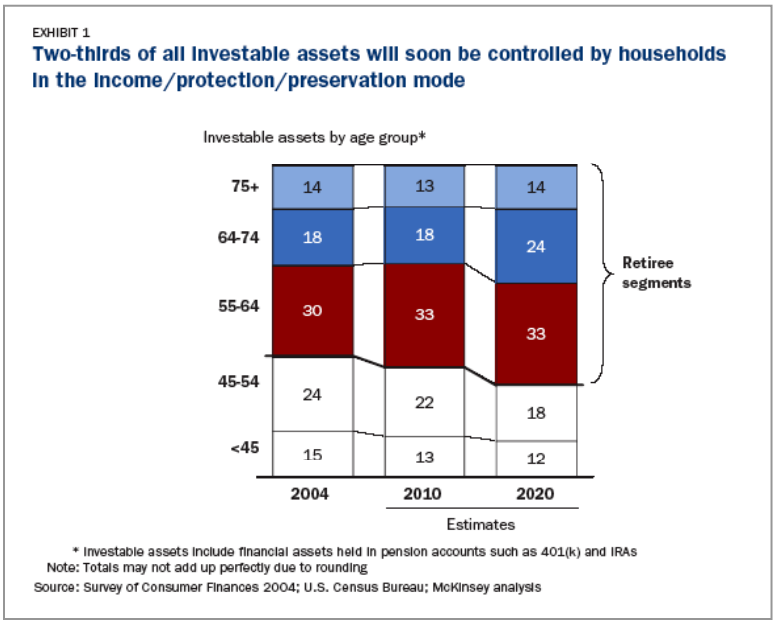
b. L'expansion des « wrap accounts » et des comptes gérés (« managed accounts ») pour les investisseurs de moyenne gamme sur la base de portefeuille modèles. **Cette expansion (croissance de plus de 20% par année) implique des choix de plus en plus avisés** car les véhicules dépendant entièrement du courtier/conseiller et le compte n'a pas la liquidité et la flexibilité d'un fonds collectif. En outre, la gestion de ces comptes se fait sur une base combinée où le courtier exécute les ordres d'un gestionnaire qui, contrairement à ses collègues de fonds mutuels et distincts, perd tout contrôle sur la qualité d'exécution

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

ANNEXE IV :

Pourquoi fonds de pension rime avec fonds mutuels ?
Le nouveau défi de la convergence

- Le Québec enregistrera au cours des 15 prochaines années **la plus grande vague de retraités dans son histoire**[50], au moment où le taux de natalité n'a jamais été aussi faible. Cette vague sera générale à travers tout l'Occident et correspondra à la plus grande prise en main de l'industrie de l'investissement par les particuliers dans l'histoire du capitalisme[51].
- Cette vague correspondra à un **degré de fragilité sans pareil du système de santé publique**, juste au moment où les retraités enregistrent le plus fort taux de dépenses médicales de leur vie. L'industrie québécoise de santé, comme ses pendants canadien et européen, devra augmenter ses tarifs ou diminuer encore plus ses prestations.
- Des **milliers de Québécois pourraient ne plus être en mesure de subvenir à leurs besoins de santé**, faute de revenu adéquat de retraite résultant d'une phase de transition drastique et trop rapide des modèles collectifs de capitalisation de retraite et d'épargne. Cette situation correspond à un débat croissant sur l'euthanasie, suggérant que le taux de suicide et de décès volontaires pourrait augmenter sensiblement, faute de moyens de survivre.

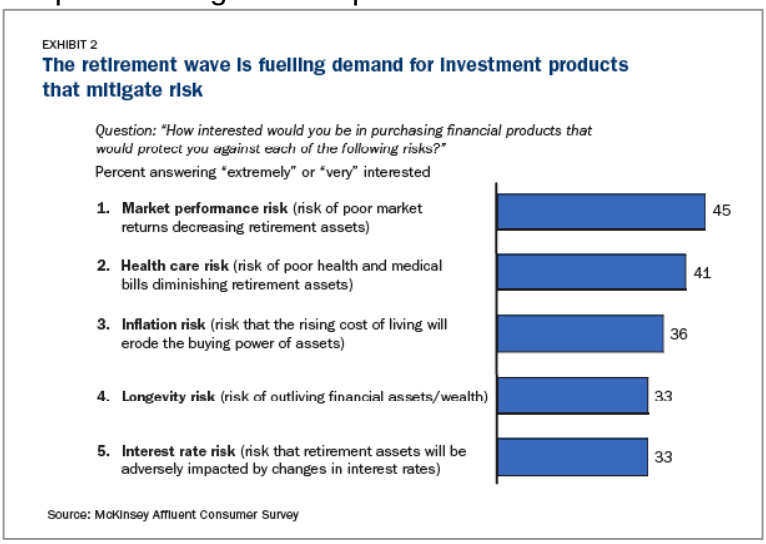


[50] D'après une étude de la RRQ, le baby-boom au Québec s'étend de 1950 à 1965 lors que celui des États-Unis démarre en 1946 pour se terminer en 1964. Au cours des prochaines décennies, le Québec fera face au vieillissement de sa population, résultat de l'augmentation de l'espérance de vie des Québécoises et Québécois et de la chute du nombre des naissances observée ces dernières années. Après le Japon, c'est au Québec que ce phénomène se produira le plus rapidement. En effet, le pourcentage des personnes âgées de 65 ans ou plus par rapport à la population totale était de 12 % en 1995 et il passera à 24 % en 2025. En comparaison, les autres provinces du Canada mettront dix ans de plus pour atteindre ce pourcentage.

[51] Étude de McKinsey : « The asset management industry in 2010 - Bigger, sometimes better – and the best pulling away »

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

Un autre défi attend les Québécois au même moment. Au Canada, le modèle d'organisation des pensions est basé sur un double régime : un régime général ou universel obligatoire, le RRQ ou le FPC, et des régimes complémentaires facultatifs. Ceux-ci, désignés par régimes de retraite ou régimes complémentaires de retraite au Québec, comprennent les régimes couvrant les employés des secteurs tant publics que privés, mais n'incluent pas le Régime de pensions du Canada ni d'autres régimes publics. Les revenus provenant de ces régimes constituent une source importante des revenus des personnes âgées. Ils sont traditionnellement mis en place par les employeurs, souvent à la demande du syndicat, dans le cadre de leur propre politique d'avantages ou bénéfices sociaux offerts à leurs employés et constituent des dépenses déductible des revenus autant pour les employeurs que pour les employés.



Ainsi, environ 40% des employés au Québec sont couverts par un tel régime complémentaire qui procure un revenu régulier durant la vie du participant retraité et celle de son survivant. L'évolution du revenu des personnes âgées au Canada est passée de la dernière place des pays de l'OCDE en 1970 à la première place au milieu des années 1990. En 2001, l'actif accumulé du RRQ et des régimes complémentaires de retraite représentait 61% du PIB au Québec.

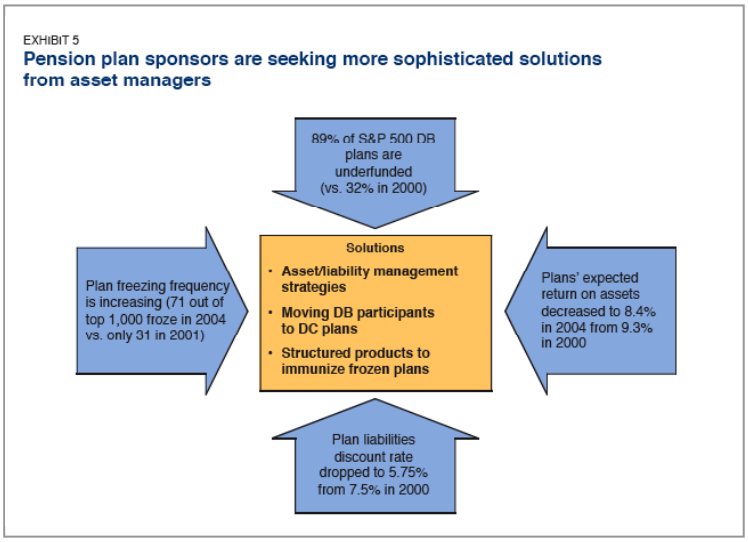
Jusqu'à maintenant, les fonds de retraite adoptaient la forme de fonds à prestations déterminées, c'est-à-dire que les salariés et l'employeur contribuent à un fonds qui définit des prestations de retraite versées en fonction du nombre d'années de participation au régime, des gains moyens, etc., conformément aux modalités du régime. Ce type de fonds garantit la prestation déterminée aux retraités peu importe la conjoncture économique. En réalité, tout repose sur le risque de solvabilité de l'employeur, comme l'ont vécu les employés de la mine d'amiante Jeffrey[52]. La

[52] Le 23 janvier 2006, la Cour supérieure a autorisé deux (2) anciens participants des régimes de retraite pour employés horaires et pour employés salariés de Mine Jeffrey Inc. (´ Mine Jeffrey [a]) à intenter deux (2) recours collectifs contre les membres des comités de retraite, le gestionnaire des caisses de retraite et les actuaires des régimes. Les anciens participants qui ont déposé les requêtes allèguent que les comités de retraite ont modifié la politique de placement afin de permettre au gestionnaire des caisses de retraite d'effectuer des placements plus risqués et inadéquats compte tenu des circonstances. Le gestionnaire des caisses de retraite et les actuaires des régimes auraient participé à l'élaboration des politiques de placement révisées. Les difficultés financières de Mine Jeffrey ont débuté en 1996. Selon les faits allégués par les requérants au soutien de leurs requêtes, la situation financière de Mine Jeffrey a poussé la société à cesser de verser ses cotisations spéciales reliées au passif de la caisse des deux (2) régimes en octobre 2002. En février 2003, l'employeur a cessé de verser ses cotisations pour le service courant. Selon les requêtes déposées, jusqu'à 74 % des fonds

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

responsabilité d'assurer que les fonds soient capitalisés suffisamment pour répondre adéquatement à leurs obligations revient donc au comité de retraite, lequel délègue en général cette tâche à des gestionnaires professionnels de portefeuilles. Il revient aux actuaires d'évaluer la santé financière du fonds en calculant les passifs des régimes de retraite et les coûts des prestations de retraite.

De plus en plus de caisses ont été incapables au cours des dernières années de payer les prestations de leur régime. De nombreuses caisses (dans les domaines municopaux et universitaires) étaient mal préparés face aux besoins associés au contexte actuel, caractérisée par la longévité accrue des retraités, par un cycle plus long que prévu de faibles taux d'intérêts à long terme et par l'impact de retraites anticipées sur le taux de capitalisation actuel et futur des fonds.[53]



il faut aussi tenir compte de l'impact des nouveaux principes comptables généralement reconnus, qui exigent des entreprises une divulgation et une consolidation beaucoup plus sévère de leur régime de retraite. Ce nouveau contexte a amené de nombreuses entreprises américaines à changer radicalement leurs programmes. Par exemple, avec un tel plan, GM prétend qu'elle pourra économiser 1,6 milliards $ US en 2006. Les engagements de son fonds de retraite et en assurances santé représentent des coûts de 1600$ par automobile, ce qui constitue un désavantage concurrentiel significatif face à ses compétiteurs japonais selon son président Rick Wagoner. Au Canada, des grandes entreprises comme Bell Canada et Québécor se préparent à en faire autant.

Plusieurs études démontrent que les régimes à contributions déterminées engendrent des rentes beaucoup plus faibles que celles offertes par les régimes à prestations déterminées. Voilà le défi que représente la montée en puissance des régimes à contributions déterminées dont le nombre dépasse déjà 40% au Québec (mais seulement 20% de la population hors du secteur public), avec des mécanismes qui font de plus en plus appels à des fonds communs de placement

des régimes de retraite étaient, à un certain moment, investis dans le marché boursier alors que cette proportion n'était que d'environ 45 % avant les premières modifications à la politique de placement apportées en 1999. (Source : Blake, Cassels & Graydon s.r.l.)

[53] Un rapport récent du Bureau du superintendant des institutions financièrs faisait état de ces besoins plus grands et soulignait que le nombre de régimes de retraite privés de juridiction fédérale sous-capitalisé était passé de 54% en 2004 à 72% en 2005.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

comme mode d'accumulation de capital.[54] De futur bénéficiaire de régimes à prestations déterminées offrant une sécurité élevée de revenu, le futur retraité est de plus en plus assujetti à des régimes à contributions déterminées qui déplacent toute la responsabilité fiduciaire sur ses épaules. D'un régime où les contributions pouvaient varier, mais dont la sécurité de revenu était presque assurée grâce à une supervision fiduciaire avancée, à certaines garanties de caution offertes par l'employeur et à certaines composantes d'assurance (conjoint survivant, etc), on passe à un système où les contributions sont claires mais le revenu de retraite n'est plus du tout assuré. Même les centrales syndicales en perdent leur latin et nombreux sont les syndicats qui n'ont pas saisi encore toutes les conséquences d'un tel virage[55].

En conséquence, les employés auront à choisir de plus en plus eux-mêmes comment investir leurs fonds de retraite à contributions déterminées, comme les détenteurs d'un REER le font déjà, au travers de fonds collectifs dont la gamme est souvent trop large pour permettre une sélection convenable aux différentes tranches d'âge.

[54] Voir Annexe I pour plus de détails sur la convergence entre caisses de retraite et fonds communs de placement

[55] Il faut reconnaître que les syndicats ont joué un rôle modeste au Québec dans la défense de la sécurité de retraite et dans la formation de leurs représentants. Certaines centrales syndicales en Amérique du Nord et en Europe songent à prolonger l'affiliation de leurs membres pour les accompagner durant leurs retraites en les représentants auprès des institutions financières, des services de ressources humaines de leur ex-employeur, de l'État et des régulateurs.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

ANNEXE V

SÉCURITÉ PASSIVE VS SÉCURITÉ ACTIVE

Niveau de richesse vs expertise financière

Jusqu'ici la réglementation visant à protéger les investisseurs s'est faite sur deux grands axes.

(1) On visait à protéger les petits investisseurs et on laissait les investisseurs plus riches se débrouiller par eux-mêmes à partir de l'hypothèse que les investisseurs plus riches sont mieux informés. Bizarrement, on évaluait le seuil d'information suffisant à la valeur minimum de 150,000 CAD par placement. Ceci impliquait qu'une personne qui place toute sa fortune de 150,000 CAD dans un seul placement est mieux informée qu'une personne qui place 5% de sa fortune de 10 millions CAD dans le même placement car selon cette règle (qui est d'ailleurs toujours en vigueur au Québec) un placement de 50,000 CAD n'est pas un placement privé même s'il est fait par une personne qui a un portefeuille de 10 millions CAD. Les autres provinces canadiennes ont fait un pas dans la bonne direction en remplaçant la règle du montant minimum de 150,000 $ par placement par une règle qui se base sur le revenu ou sur la valeur nette du portefeuille de l'investisseur. Mais il reste une faille même dans le nouveau système puisqu'il est quand même basé sur l'hypothèse qu'il y a une relation entre la richesse ou le revenu d'une personne et ses connaissances financières, lien qui est loin d'avoir été démontré.

(2) On suivait de très près la distribution du produit et beaucoup moins sa fabrication. Les autorités réglementaires ont consacré la majorité de leurs ressources à surveiller l'émission du prospectus qui accompagne obligatoirement le lancement d'un nouveau produit et beaucoup moins de ressources à surveiller comment le produit est géré une fois que la distribution initiale a été faite. Il y a encore là une hypothèse inhérente à cette façon de procéder, soit l'hypothèse que les différents intervenants qui gèrent le fonds vont suivre la ligne de conduite décrite dans le prospectus.

Pour s'assurer que le produit continue d'être géré selon les lignes directrices de la convention de fiducie et du prospectus, la réglementation se fonde essentiellement sur le principe de sécurité passive. Le rôle clé du fiduciaire peut

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence

illustrer ce fait : dans la structure actuelle, si le fiduciaire n'est pas aussi le gardien de valeurs, il ne sait pas ce que le gestionnaire du fonds fait au jour le jour. En fait, il entrera en action seulement si on le lui demande.

Comparons maintenant la responsabilité du fiduciaire d'un fonds à celle d'un conseil d'administration d'une compagnie.

Le conseil d'administration nomme les dirigeants et fixe leur rémunération, approuve le plan d'affaires et les budgets et peut exiger de la direction ou de consultants externes des rapports sur la bonne marche de l'entreprise. Le fiduciaire n'a pas tous ces pouvoirs et un comité de surveillance ne les a pas non plus. Le fiduciaire et le comité de surveillance peuvent exercer de la sécurité passive mais ils ne peuvent pas exercer de la sécurité active parce qu'ils ne peuvent pas dire au gestionnaire et au promoteur quoi faire.

Il est donc important que la législation reconnaisse le fait que le promoteur/gestionnaire des fonds est au centre du processus de développement et de sécurité du fonds.

©Tous droits réservés aux auteurs avec pleine liberté aux media de citation et de référence