

Paroisse Très-St-Sacrement, 20 Mars 2014

Au soin de : Chantal Leclerc,
Chef de Projet; et
Maître Anne-Marie Beaudoin,
Secrétaire Corporatives;
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3

De : Denys Picard
1429 route 203, C.P. 334
Howick, (QC)
JOS-1G0

Sujet : CSA Notice 81-324 : Méthodologie lié à la présentation et divulgation des paramètres de risque pour l'industrie des fonds mutuels

Mesdames,

J'apprécie l'opportunité que vous me donnez d'exprimer mon opinion sur le sujet de la Méthodologie entourant la présentation des Paramètres de Risque dans le contexte de l'information des profils des Fonds Mutuels et en particulier quant aux informations déjà incluses sur la performance de ces Fonds dans le Feuillet d'Informations respectifs (Fact Sheet).

Je comprends que j'ai manqué le délai de la CSA Notice 81-324, qui se terminait le 12 Mars 2014. J'aurais bien aimé avoir connaissance de cette notice plus tôt, mais je n'en n'ai pris connaissance que le Mercredi 19 Mars 2014.

J'essaierai d'être bref, et ne me concentrerai que sur l'aspect de présentation de la mesure de risque de votre préférence, l'écart-type, mais discuterai des échelles temporelles que vous avez jugé adéquate.

Je suis un membre du publique, je ne suis pas un professionnel des milieux financier, je n'ai jamais œuvré dans le domaine de la finance directement ou indirectement, bien que j'en ai étudié certains aspects.

Présenté à L'Autorité des Marché Financiers
Dans le Contexte de la Notice CSA 81-324
Par : Denys Picard
20 Mars 2014

Toutes mes présentations ne se font donc que du point de vue d'un consommateur potentiel, et ne prétendent à rien d'autres.

1. En premier lieu, je suis d'accord avec le projet sur la décision qui si une seule mesure de risque doit être présentée, celle de la volatilité représenté par l'écart-type est celle qui doit être privilégié. Elle s'adapte à tous les fonds, peu importe leur catégorie spécifique d'actifs ou dans le cas de fonds composés de catégorie d'actifs diverses. Effectivement, cette mesure de dispersion est celle la plus uniformément adopté par les marchés financiers. De plus, comme vous le soulignez, elle est relativement simple à comprendre, à expliquer, à utiliser; raison à favoriser si cette nouvelle information est primordialement ajouter pour mieux informer le publique.

Si d'autres paramètres venaient s'ajouter à cette dernière, il serait intéressant d'exiger que la Durée, pour ce qui a trait aux catégories d'actifs à revenu fixe, soit disponibles, et que le Béta, en ce qui a trait aux catégories d'actifs liées actions, soit disponible.

Ces 2 dernières font plus offices de paramètres de sensibilité, mais sont des informations complémentaires qui ne peuvent que mieux assister l'investisseur judicieux à sa prise de décision, à son engagement au risque.

Vous savez sûrement que le Béta, en complémentarité de l'écart-type, permet la déconstruction des contributions à la performance en regard du risque, tel que Eugene Fama, Prix Nobel 2013 en Économie, en a fait la démonstration dans : « Components of Investment Performance », Journal of Finance, Vol. XXVII, June 1972, No 3. Entre autres, avec les performance de rendement, écart-type et Béta l'On peut isoler les contribution de Sélectivité, de Sélectivité Net, de Diversification, le Risque de l'Investisseur (différence du Risque total capturer par Béta et celui du Risque de gestion), du Risque de Gestion (défini comme la décision par le gestionnaire de prendre un risque, tel que mesurer par Béta, qui s'écarte de celui de référence de l'objectif, soit du Benchmark index, soit celui divulgué dans le prospectus).

Je ne voudrais certainement pas laisser entendre que le « Fact Sheet » devrait contenir toutes ces distinctions de contributions, mais vous comprenez que seule 3 paramètres liés à la performance sont nécessaire, aux consommateurs qui le veulent, pour eux-mêmes isoler les facteurs de leurs choix.

Comprenez qu'à titre de consommateur, et relativement surpris d'ailleurs que des paramètres de risque n'aient pas encore été inclus dans la documentation liée aux fonds alors qu'on en parlait il y a déjà 15 ans, ce qui m'inquiète c'est de croire que l'on inclus une mesure de risque pour satisfaire le besoin des vendeurs et distributeurs plutôt que celui des consommateurs.

En matière de jurisprudence, un vendeur ou distributeur, peut et pouvait se faire rendre responsable d'avoir vendu des fonds inappropriés à une clientèle, si le client décidait de prendre des mesures d'ordre légal. La Théorie Moderne du Portfolio a été surtout une invention qui avait pour but de créer un environnement qui encadrerait les aspects légal liés aux risques, malgré les

faiblesses d'un tel model dans amples circonstances, tel que souligné par Mandelbrot, aussi récemment qu'après la crise économique de 2008-09, et ceci peu avant son décès.

La responsabilité fiduciaire exigeait que l'on puisse trouver une façon uniforme, quantitative et simple, d'encadrer, et de communiquer, le risque d'un engagement. L'amour des milieux financiers pour ce genre de modèle tient au fait qu'il déresponsabilise largement les milieux financiers de leurs obligations en cas de crise sévère, de performances désastreuses. Il faut aussi admettre qu'il a servi la clientèle en leur donnant un outil dans les cas d'abus excessifs, toutefois, dans le cours normal des événements, cette théorie dessert mieux les milieux financiers que le consommateur petit investisseur.

2. Donc, si cet ajout d'un paramètre de risque a pour but de primordialement aider le consommateur afin de lui permettre de discerner entre plusieurs choix, cette mesure devrait permettre d'offrir plus qu'une simple indication générale du contexte de risque d'une certaine catégorie d'actifs. Et voilà où je voulais en venir.

Le choix d'un seul horizon temporel pour le paramètre de l'écart-type, soit 10 ans, semble plus servir le besoin de décrire un contexte général lié à la nature de l'actif, qu'au(x) fond (s) à considérer. Pourquoi? Simplement parce que des mesure sur de long horizon offre un certain lissage, ce lissage aura pour effet de créer plutôt une indifférence entre plusieurs choix, plutôt que d'amener des nuances. L'écart des volatilités des fonds opérant dans le même univers d'actifs, suivant le même indice de référence sera relativement mince sur un horizon de 10 ans. Vous l'expliquez vous-mêmes dans la Notice 81-324. Et qu'effectivement, un horizon trop près, si il n'y a que celui-là, pourrait souffrir de l'opposé, c'est-à-dire, comme vous y faites de même référence, offrir des écarts relativement plus grands, qui d'après vous pourrait donner une perception plus grande de risque que réel ou actuel.

Le problème, c'est qu'une mesure unique n'aura pour effet que de donner un profil qui ne sera informatif qu'en comparant des catégories d'actifs différents. La volatilité 10 ans des actions ordinaires par rapport celle des obligations corporative triple B ou plus, ou des Obligations Souveraines, etc...Dans ce sens, cette mesure se compare et/ou complète la description qualitative des risques que l'on retrouve dans le prospectus d'un certain genre de fonds.

Or, la raison pour laquelle le consommateur voudrait avoir à sa disposition un paramètre de risque, c'est bien plus pour lui permettre de discerner et de choisir entre des fonds d'une même catégorie, ayant un même objectif, liés au même index de référence « benchmark ».

Vous comprendrez rapidement où je veux en venir, j'imagine.

Le rendement, sans paramètre de risque, cela ne veut rien dire pour n'importe investisseur qui n'est pas un spéculateur inintelligent (car beaucoup de spéculateur sont intelligent et bien

informer). Tout rendement ne peut être désarticulé de ses paramètres de risque, ce n'est qu'avec ce(s) paramètres que le rendement peut-être compris.

Si, au cours des années, on a ajouté, en les raffinant, des mesures de rendement de plus en plus informatives, c'est qu'effectivement, un rendement sur 10 ans seulement, n'est pas vraiment informatif, à moins que ce ne soit une rente viagère ou semblable. Dans un contexte de rendement volatile, chaque fenêtre temporelle devrait être accompagnée de son (ses) paramètre(s) de risques associé(s).

Les « Fact Sheets » offrent en général (hélas je n'ai pas pu vérifier ce qui est exigible, obligatoire), une série de rendements cumulatifs : 3 mois, 6 mois, 1 an, 3 ans, 5ans, 10ans et depuis création du fonds et offrent aussi des rendements par année distincte, donc récemment : 2013, 2012, 2011, 2010, 2009.

Pour chacune de ses mesures temporelles de rendement, un écart-type se doit d'être associé.

Comme vous l'expliquiez vous-même, ces mesures sont automatiquement calculées, les gestionnaires de fonds s'en servent tout le temps, elles sont parties intégrantes de la décision de gestion. De les reproduire sur le « Fact Sheet » ne sera pas coûteux, mais très informatif.

Cette nouvelle information ne pourrait qu'inquiéter les gestionnaires de fonds qui ne veulent pas être comparés, les distributeurs ou revendeurs qui ne veulent pas d'un client bien informé.

Cela facilitera aussi la présentation pour les fonds nouvellement créés (ceux qui ont moins de 10 ans et où vous suggérez d'inscrire la volatilité de l'indice de référence).

3. Qu'est-ce que cet écart-type divulgué pour chaque fenêtre temporelle permettra? Il permettra de distinguer, au cours du temps, la transformation de la gestion d'un fonds.

Un fonds dont le rapport risque rendement est progressivement meilleur au cours des années indiquent que le(s) gestionnaire(s) apprend(apprennent), saisi(saisissent) mieux son(leur) environnement, lis(lisent) mieux les opportunités qui se présentent; l'inverse signalera que l'équipe de gestion perd de la discipline, est erratique, etc...une transformation soudaine dans des circonstances d'incertitudes, par exemple en 2008, pourra permettre de juger comment les équipes de gestion ont adressé une crise, on-t-elle su contenir, malgré tout, le rapport rendement/risque de façon raisonnable, ou ont-elles été dépassé par les événements. Pour les années où un fonds semblent moins biens performer que ses paires, un indice de volatilité plus bas révélera peut-être qu'ajusté pour le risque, le fonds a battu ses paires, etc.

En rapport à leur indice de référence, maintiennent-elles le cap, ou les équipes de gestion font-elles du rattrapage, etc...

De déchiffrer des tendances dans l'attitude face au risque d'un gestionnaire de fonds est aussi important que d'en mesurer le rendement. De présenter les écarts-types des différentes périodes

de cette façon évitera la tâche relativement plus contourner d'avertir par communiquer de changement de classe de risque par variation d'un écart-type de référence sur 10 ans.

Inclure l'écart-type comme je vous le propose est un travail qui sera peu coûteux à effectuer et peu fastidieux à administrer au cours du temps.

Toute autre approche d'associer un paramètre de risque, et qui ne permettrait pas de nuancer, comparer la performance, et aider à choisir entre les différents fonds d'une même catégorie, ne devra être perçue par les consommateurs comme l'action d'une industrie qui sert bien ses besoins mais mal ceux de ses clients, ce sera encore un échec de l'autoréglementation.

Bien à vous,

Denys Picard

PS : Excusez les mots en anglais, j'avais la Notice 81-324 en anglais et n'avais pas le temps d'aller la chercher en français. Comme je consulte ce genre de littérature en anglais, et bien voilà, je ne connais pas l'expression exacte pour le « Fact Sheet », par exemple. Cela faisait 10 ans que je n'avais pas consulté des instruments d'investissements de façon détaillée, et c'est en consultant tout récemment, pour les besoins d'un tiers, que je suis venu aux récentes observations qui m'ont mené, d'un lien à un autre, vers la CSA Notice 81-324 hier matin.