

# FAIR

Canadian Foundation for  
Advancement of Investor Rights  
Fondation canadienne pour l'avancement  
des droits des investisseurs

## Le cas étrange des FNB à levier et des FNB inversés 2<sup>e</sup> partie : *Quelques pas en avant; il reste beaucoup à faire*

### SOMMAIRE

FAIR Canada a publié un rapport intitulé [« Pile tu perds, face tu perds encore : Le cas étrange des FNB à levier »](#) le 14 mai 2009. Depuis, un certain nombre d'événements encourageants sont survenus :

1. Les organismes d'autoréglementation, [l'OCRCVM](#) au Canada et la [FINRA](#) aux États-Unis, ont publié des avis destinés à leurs membres les alertant des dangers de ces produits et rappelant aux membres leurs obligations de contrôle diligent et de vérification du caractère approprié pour leurs clients.
2. La presse financière a largement couvert le sujet et semble intéressée à suivre le dossier.
3. *Morningstar*, le pionnier des placements indiciels John Bogle et d'autres observateurs du secteur financier continuent de publier des rapports informant le secteur financier, les autorités de réglementation et, on l'espère, les épargnants des risques que posent ces produits.
4. L'information présentée dans les prospectus s'améliore lentement au Canada et aux États-Unis.

Cependant, il reste beaucoup à faire.

1. L'information fournie dans les prospectus pour les FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises doit encore être améliorée pour répondre à la norme d'information « complète, véridique et claire ». L'inclusion d'une liste de tous les facteurs de risque en langage technique qui nécessitent un diplôme en droit ou le titre de CFA pour les comprendre ne respecte pas l'obligation d'information prévue par la loi. Le prospectus devrait préciser en termes clairs que ces instruments sont des produits de spéculation sur séance s'adressant aux investisseurs avertis et qu'il n'existe pas de corrélation avec la marchandise ou l'indice pertinent sur des périodes de plus d'un jour.

2. Une meilleure information dans les prospectus ne suffit pas, car la plupart des investisseurs ne lisent pas les prospectus. Les autorités de réglementation doivent faire appliquer les interdictions de publication d'informations fausses ou trompeuses dans la publicité et le marketing. La publicité ne devrait pas laisser entendre que ces produits conviennent à la plupart des particuliers investisseurs (y compris pour les REER et les CELI). Il faut des avertissements dans les publicités sur les FNB spéculatifs, par exemple, des fenêtres de description des risques en langage clair apparaissant sur les sites Web et pour les clients achetant à des courtiers en ligne.
3. Les autorités de réglementation et le secteur financier doivent repenser la manière dont ils réglementent les instruments basés sur des produits dérivés exotiques – FNB à effet de levier et à rendement inverse, sociétés d'investissement à capital fixe structurées, papier commercial adossé à des créances (PCAC) ou autres. Tout instrument qui contient des produits dérivés compliqués devrait être réglementé plus strictement. Ces instruments très différents devraient être identifiés par un nom différent. Les FNB ordinaires contiennent des actions ou des obligations. Les FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises contiennent des liquidités et des contrats sur produits dérivés. FAIR Canada suggère de les appeler des « produits dérivés inscrits » (PDI). Les autorités de réglementation pourraient évaluer si une déclaration particulière des risques avec une reconnaissance des risques signée par le client devrait être exigée, comme c'est le cas pour les options et les contrats à terme.
4. La TSX, la presse financière et d'autres doivent adopter une position plus critique à l'égard de ces produits dans l'objectif de protéger les particuliers investisseurs, même si les créateurs de ces produits sont des clients importants.

## **FAIR CANADA PRESSE LES AUTORITÉS DE RÉGLEMENTATION CANADIENNES D'AGIR**

Les Canadiens ont besoin que les autorités de réglementation agissent de manière décisive pour protéger les investisseurs. Les commissions des valeurs mobilières provinciales sont responsables de la surveillance des émetteurs de FNB à effet de levier et à rendement inverse. Les autorités de réglementation fixent les normes des informations à fournir dans les prospectus et examinent les prospectus pour vérifier leur conformité aux normes. Elles établissent aussi les règles régissant la publicité des FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises.

Quelques mesures particulières que les autorités canadiennes pourraient prendre en considération :

1. Insister sur une divulgation des risques et du mode de fonctionnement de ces FNB hors normes en langage clair dans les prospectus.
2. Mettre en application des obligations de déclaration des risques et de reconnaissance du risque pour tous les investisseurs au détail qui souhaitent négocier ces produits.

3. Émettre des orientations spécifiques sur la publicité et exiger des avertissements à la fois sur les documents de publicité et pour les sites Web. Mettre en application des restrictions sur la publicité fausse ou trompeuse avec, au besoin, des mesures disciplinaires.
4. Entreprendre des recherches sur tous les problèmes que posent les FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises, ainsi que d'autres produits structurés qui contiennent des produits dérivés. Cette étude ne devrait pas être un substitut pour les étapes 1 à 3.

Des mesures urgentes pour protéger les investisseurs sont nécessaires dès maintenant.

### **DES AVERTISSEMENTS CLAIRS DES ORGANISMES D'AUTORÉGLEMENTATION**

Le 11 juin 2009, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières ([OCRCVM](#)) et la Financial Industry Regulatory Authority ([FINRA](#)) des États-Unis ont émis des avis à leurs sociétés membres les informant des dangers des FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises. Ces avis rappelaient au secteur financier leurs obligations de contrôle diligent et de vérification du caractère approprié. Les sociétés membres de l'OCRCVM doivent s'assurer de comprendre le produit et déterminer s'il « convient » pour un de leurs clients. Et chaque conseiller individuel doit comprendre le produit et s'assurer qu'il convient à un client particulier.

L'OCRCVM a donné des exemples de la manière dont les rendements peuvent s'écarter des attentes avec le temps et a prévenu que :

*« ... les FNB à effet de levier ou à rendement inverse ne conviennent généralement pas aux investisseurs qui sont des particuliers et qui prévoient détenir les FNB plus longtemps qu'une séance de bourse, surtout en présence de marchés volatils. »*

L'OCRCVM et la FINRA ont aussi rappelé aux courtiers en valeurs mobilières que l'information fournie dans les prospectus ne suffit pas et qu'ils ont une obligation de s'assurer que leurs clients comprennent la nature de leurs investissements et les risques qu'ils comportent.

### **UNE PLUS GRANDE SENSIBILISATION**

**Vaste couverture dans la presse.** Tous les grands journaux financiers canadiens et beaucoup de journaux locaux ont couvert le sujet. Business News Network (BNN) a diffusé des interviews avec le directeur général de FAIR, Ermanno Pascutto, et avec le président de Horizons BetaPro, Howard Atkinson. Le sujet a été repris par la presse spécialisée des placements (*Investment Executive*, *ETF Monitor*) et par des journaux internationaux d'aussi loin que Londres (*Financial Times*). L'article de FAIR a été relayé sur de multiples sites Web.

**Des courtiers en placement s'inquiètent, forment leurs membres.** Une unité de CIBC a publié un excellent article de mise en garde. D'autres courtiers font des efforts pour former leurs effectifs de vente sur les avantages et les pièges possibles de ces produits. Les services de la conformité d'un certain nombre de sociétés ont été particulièrement actifs dans la divulgation de l'avertissement de l'OCRCVM et d'autres publications sur les risques que comportent les FNB.

**Nouvel article dans *Morningstar* sur l'urgence de la mise en conformité des FNB composés de produits dérivés.** Le 12 juin 2009, Scott Burns, spécialiste des FNB de *Morningstar*, a publié un article faisant suite à celui dans lequel il titrait que les FNB à effet de levier « tuent » les portefeuilles. Cette fois-ci, son titre, moins accrocheur, demande simplement que les FNB de produits dérivés soient réglementés davantage.

Mais le message reste très important. Scott Burns suggère de traiter ces FNB à effet de levier comme les options ou les produits dérivés, en exigeant des normes d'autorisation plus élevées pour les négocier. Il souhaite une formation plus poussée pour les conseillers et la mise à jour de leurs examens d'agrément afin qu'ils soient parfaitement informés. Sa conclusion :

*« Notre objectif est de veiller à ce que les investisseurs non initiés ne soient pas autorisés à investir aveuglément dans ces instruments sans comprendre parfaitement les risques et leur utilisation. » [TRADUCTION]*

**John Bogle, pionnier de l'investissement indiciel, dit des FNB compliqués : « Un excellent modèle d'affaires, un mauvais modèle d'investissement ».** Le fondateur de Vanguard et grand spécialiste de l'investissement indiciel, John Bogle, a récemment parrainé une [étude](#) illustrant la différence entre les rendements pour les investisseurs et les fonds des FNB. Il affirme qu'une négociation active conduit à des rendements pour les investisseurs nettement inférieurs à ceux des fonds dans lesquels ils investissent. Et il prévient que pratiquement tous les nouveaux FNB sont des produits spécialisés limités comportant des frais plus élevés qui ne servent pas les intérêts des investisseurs.

### **LA RÉPONSE DE HORIZONS BETA PRO N'EST PAS ADÉQUATE**

Le président de Horizons BetaPro, Howard Atkinson, a essayé de répondre aux craintes soulevées par FAIR Canada et d'autres critiques. Voici ses principaux arguments :

**HBP :** FAIR a injustement choisi les pires cas pour prouver que ces produits sont dangereux si on les conserve pendant un certain temps.

**La réponse de FAIR Canada :** Quatre des neuf paires de fonds Horizons BetaPro existant depuis une année ont perdu de l'argent, à la fois du côté hausse et du côté baisse. Au moins un fonds haussier – baissier de quatre autres paires comportait des différences importantes par rapport aux résultats escomptés sur la base de deux fois le rendement (inversé) de l'indice. Nous avons retenu l'année terminée le 31 mars 2009, mais on pourrait choisir n'importe quelle autre période – 6 mois, un an, depuis la création. Les résultats ne changent pas de manière notable. Sur 12 mois terminés en [mai 2009](#), cinq paires ont perdu de l'argent. **Les effets combinés de l'effet de levier, du rééquilibrage quotidien et de la volatilité multiplient à l'extrême les probabilités que pratiquement tous les investisseurs à long terme perdent de l'argent.** La seule

exception est celle des investisseurs suffisamment avisés pour prévoir correctement l'évolution, la volatilité possible et le résultat final des marchandises ou des indices ou sous-jacents.

**HBP :** Parfois, l'effet de levier agit en faveur des investisseurs. Le fonds Natural Gas a rapporté 390 % au cours de l'année terminée en mars, ce qui équivaut à près de trois fois l'effet de levier indiqué. Le NYMEX Crude Oil Bear était en hausse de 202 %, près de 50 % au-dessus de l'effet de levier indiqué.

**La réponse de FAIR Canada :** C'est exact, mais ce sont les deux seuls exemples de ce genre sur un échantillon de 18. Et cela confirme notre argument, à savoir que toute corrélation à plus long terme entre le rendement des fonds Horizons BetaPro et leur indice sous-jacent est un pur effet du hasard. Des surprises positives peuvent se produire à court et à moyen termes. À mesure que l'horizon s'allonge, cependant, la majorité des surprises sont négatives.

**HBP :** Ce n'est pas vraiment un grave problème... et il se corrige dans tous les cas, par la formation et par une meilleure information.

**La réponse de FAIR Canada :** Nous reconnaissons que nous ne connaissons pas l'échelle de grandeur du problème et qu'une recherche est nécessaire d'urgence. Mais nous avons suffisamment de preuves empiriques pour justifier une enquête plus approfondie des autorités de réglementation. Les informations fournies dans le prospectus récent de HBP ont été améliorées, mais elles sont loin de suffire. Les publicités dans la presse écrite et à la télévision continuent de séduire des épargnants pour leur faire acheter ces produits sans avertissement sur les risques.

### **LES INFORMATIONS FOURNIES DANS LES PROSPECTUS ET LES AVERTISSEMENTS NE SONT PAS ENCORE ASSEZ CLAIRES**

Le nouvel avertissement de Horizons BetaPro à la page 2 de son prospectus est un peu plus clair que le précédent. Mais il ne contient toujours aucune mention des dangers de la détention de ces produits pendant des périodes dépassant une séance boursière. Souligner la corrélation positive du rendement quotidien sans avertissement sur les points négatifs (l'absence de toute corrélation pendant les périodes plus longues) n'est pas une information suffisante.

Voici un exemple du plus récent avertissement dans un prospectus de HBP : [TRADUCTION]

***En raison de la capitalisation des rendements quotidiens et du rééquilibrage quotidien, les rendements d'un FNB double sur des périodes de plus de un jour différeront probablement en montant et en orientation du rendement de l'indice sous-jacent spécifié pendant la même période. Les investisseurs devraient surveiller quotidiennement leurs avoirs pour s'assurer qu'ils demeurent en accord avec leur propre stratégie de placement. Voir « Facteurs de risque – Risque de l'effet de levier » du prospectus pour une explication de l'effet de levier quotidien après rééquilibrage.***

Comparez cela au site Web du promoteur de FNB à effet de levier américain Direxions. Dès qu'on clique sur les FNB, des messages clairs apparaissent indiquant que ces produits ne conviennent pas à tout le monde, avec les trois grands messages ci-dessous. Voici une reproduction en dimension réelle tirée du site Web de Direxions :

## Daily Investment Goals

## Not Monthly Investment Goals

## Not Annual Investment Goals

Direxion Shares FNB seek daily investment goals and should be used strictly as short term trading vehicles. Please read the prospectus [http://www.direxionshares.com/document/regulatory\\_documents.html](http://www.direxionshares.com/document/regulatory_documents.html) and visit our Education Center before investing.

Les explications de Horizon BetaPro ne sont pas aussi détaillées que celles de son partenaire américain. Le [site Web](#) de ProShares, qui gère les fonds HBP, contient des explications beaucoup plus précises que celles de HBP de la raison pour laquelle le rendement de ces instruments à effet de levier n'a aucune corrélation sur des périodes de plus d'une séance. Contrairement à son concurrent américain Direxions, cependant, ProShares ne va pas jusqu'à décourager expressément les investisseurs visant le long terme.

### **L'INFORMATION FOURNIE DANS LES PROSPECTUS NE SUFFIT PAS; IL FAUT AUSSI EXAMINER LA PUBLICITÉ ET LE MARKETING**

Les messages publicitaires dans la presse écrite, à la télévision et sur Internet ne doivent pas induire les investisseurs en erreur. Ils doivent contenir des avertissements. Les sites Web des émetteurs aussi.

Les prospectus de ces FNB à effet de levier sont difficiles à lire. Pour les comprendre, il faut des connaissances spécialisées, une expérience considérable et une bonne dose de caféine. Le lecteur moyen ne pourrait pas comprendre les risques à la simple lecture des informations fournies actuellement dans les prospectus; on peut même se demander si les professionnels expérimentés saisiraient les véritables risques.

La plupart des investisseurs du secteur détail ne lisent pas les prospectus. Même les commentaires en caractères gras et en langage clair n'informent pas les investisseurs si ceux-ci ne lisent pas le prospectus ou ne le comprennent pas – particulièrement si les investisseurs sont amenés à acheter ces produits par des publicités fausses ou trompeuses.

Horizons BetaPro veut néanmoins gagner sur tous les tableaux. L'entreprise consacre du temps et des fonds considérables à essayer d'enseigner aux professionnels du secteur la bonne manière d'utiliser ces produits.

- Elle effectue une tournée de présentation nationale offrant des « universités des FNB » pour expliquer les produits et illustrer des stratégies de négociation complexes pour les conseillers et les journalistes financiers.
- Les cadres supérieurs de Horizons BetaPro apparaissent souvent à la télévision et dans la presse financière pour parler de leurs produits.

Mais Horizons BetaPro continue de faire une publicité générale à la recherche d'investisseurs du secteur détail et ne les avertit pas de l'inconvénient de la détention des produits à plus long terme. S'il faut une journée complète d'explications à l'université des FNB de HBP aux conseillers professionnels et aux journalistes financiers pour comprendre ces produits, comment peut-on s'attendre à ce que l'investisseur moyen les comprenne ?

### **QUELLE EST L'AMPLEUR DU PROBLÈME ?**

Combien d'investisseurs du secteur détail détiennent des FNB à effet de levier pendant de longues périodes inappropriées sans en comprendre la nature ? Les volumes de négociation moyens ne donnent pas la réponse – les volumes massifs générés par des fonds de couverture et des négociateurs pour compte propre chez les courtiers en valeurs mobilières peuvent dépasser largement même ceux d'un grand nombre de détenteurs à long terme qui n'effectuent pas d'opérations fréquemment. Horizons BetaPro n'offre pas de réponse ferme non plus.

En l'absence d'informations sérieuses, nous sommes forcés de nous en remettre aux preuves empiriques. Depuis la publication de son rapport, FAIR Canada a reçu plusieurs plaintes précises (par téléphone et par courriel) d'investisseurs qui ont perdu de l'argent dans des FNB à effet de levier et à rendement inverse, même si leurs prévisions étaient justes. Ken Kivenko de la Small Investors Protection Association dit que son organisme a reçu 45 de ces plaintes et que de nouvelles plaintes continuent d'affluer à mesure que le problème retient davantage l'attention.

Les plaintes à FAIR Canada et à la SIPA ne sont que la pointe de l'iceberg. Nous ne savons pas combien de plaintes ont reçues les sociétés du secteur, l'OCRCVM et les commissions des valeurs mobilières. Rappelons-nous que beaucoup d'investisseurs hésitent à se manifester – ils ne veulent pas mettre leurs conseillers dans l'embarras ou reconnaître qu'ils n'ont pas lu le prospectus. La plupart des personnes qui se sont plaintes auprès de nous souhaitent garder l'anonymat.

FAIR Canada a eu connaissance de plusieurs investisseurs professionnels qui ont été surpris par la différence entre les résultats escomptés et les résultats réels des FNB à effet de levier dans leurs comptes personnels – mais, bien entendu, ils ne veulent pas que leurs noms soient publiés. Chez les courtiers en valeurs mobilières, des chefs de la conformité ont lancé des programmes pour faire en sorte que leurs professionnels comprennent ces produits, même s'ils ne les utilisent que pour leurs propres comptes.

Selon Scott Burns, spécialiste des FNB de *Morningstar*, aux conférences des conseillers, jusqu'à la moitié des professionnels présents ne sont pas conscients de la nature véritable de ces produits.

## DES LOUPS DÉGUISÉS EN AGNEAUX

Les FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises peuvent être utiles aux opérateurs qui souhaitent une exposition rapide, avec un effet de levier, à un sous-indice particulier ou à des marchandises spécifiques. Ces produits ont leur utilité quand ils sont convenablement employés – pendant de très courtes périodes, par des opérateurs professionnels ou des amateurs bien informés.

Cependant, il est à la fois trompeur et inéquitable d'essayer de faire passer pour une simple petite variante de FNB ordinaires plus simples et plus transparents des produits compliqués comme les FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises. Ces produits qui ont un contenu, des profils de risque et des caractéristiques de rendement très différents sont des loups déguisés en agneaux.

Comparons deux produits ostensiblement similaires et très populaires : les iShare XIU, basés sur l'indice S&P/TSX 60 des plus grandes sociétés de la Bourse de Toronto, et le FNB S&P/TSX Bull de Horizons BetaPro, qui offre le double du rendement quotidien du même indice.

	<b>XIU iShares</b>	<b>HXU HBP</b>
<b>Rendement</b>		
<b>Depuis le début de l'année</b> (31 mai 2009)	18,15 %	32,18 %
<b>Indice TSX 60</b> (source : <i>Morningstar</i> )	17,2 %	17,2 %
<b>Frais de gestion</b>	0,17 %	1,15 %
<b>Frais de négociation supplémentaires et autres</b>	Minimes	Importants, en raison du rééquilibrage quotidien, autres coûts
<b>Volumes négociés (liquidité)</b>	Importants	Importants
<b>Erreur de suivi</b>	Minime	Peut être important, en raison de l'effet de levier, du rééquilibrage quotidien, etc.
<b>Transparence</b>	Totale	Non claire
<b>Position</b>	Panier d'actions individuelles	Liquidité et contrats sur produits dérivés
<b>Risque de contrepartie</b>	Aucun	Oui. L'étendue du risque est inconnue, mais pourrait être importante.
<b>Clés de la réussite</b>	Prévoir l'orientation du marché	Prévoir l'orientation du marché, sa volatilité et son évolution dans des périodes très courtes



## **FAIR CANADA PRESSE LES AUTORITÉS CANADIENNES DE RÉGLEMENTATION D'AGIR**

Alors que les organismes d'autoréglementation ont entrepris d'avertir les conseillers en valeurs mobilières au sujet des FNB à effet de levier, la surveillance des produits et des sociétés émettrices incombe aux autorités de réglementation légales – les Autorités canadiennes de valeurs mobilières (ACVM) au Canada (en particulier la CVMO) et la SEC aux États-Unis.

FAIR Canada a eu des réunions et des échanges productifs avec le personnel de la CVMO chargé de la division des fonds d'investissement. Celui-ci a clairement indiqué que le problème lui est connu.

### **Divulgence des risques pour les investisseurs – Traiter les FNB à effet de levier comme des options et des contrats à terme**

Scott Burns, de *Morningstar*, recommande de traiter les FNB à effet de levier comme les options et les produits dérivés. Les autorités de réglementation approuveraient un document préparé par le secteur expliquant comment fonctionnent ces fonds, quelles sont leurs caractéristiques de rendement et quels risques y sont associés. Les investisseurs seraient tenus de signer un formulaire sur lequel ils déclareraient avoir compris les produits et les risques avant d'être autorisés à les négocier. Cela s'appliquerait aux FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises, canadiens et américains.

Aucun investisseur qui est un particulier n'est autorisé à négocier des options avant de prouver qu'il les comprend, qu'il possède une expérience suffisante et qu'il est suffisamment averti pour les négocier correctement et dispose des ressources suffisantes pour pouvoir supporter des pertes. L'investisseur doit signer une [déclaration de divulgation des risques](#) des trois pages prévue par l'OCRCVM pour les contrats à terme et les options qui dit que :

*« ...La négociation de contrats à terme et d'options ne convient pas à tout un chacun. Vous devriez examiner attentivement si une telle négociation vous convient, en tenant compte de votre expérience, de vos objectifs, de vos ressources financières et d'autres circonstances pertinentes. »*

Un avertissement semblable devrait s'appliquer aux FNB basés sur des produits dérivés. Les autorités de réglementation devraient examiner les formulaires superficiels des FNB et les réglementer en fonction des positions sous-jacentes détenues – en l'occurrence, des contrats de produits dérivés.

### **Coordination avec la SEC**

Même si Horizons BetaPro est la seule société émettant des FNB à effet de levier et à rendement inverse au Canada, les investisseurs canadiens peuvent facilement acheter de tels produits sur les bourses américaines. Par conséquent, une action concertée avec la SEC peut être souhaitable.

À la fin d'avril, Mary Shapiro, la présidente de la SEC, a demandé un examen plus rigoureux des FNB de marchandises. Nous nous attendons à ce que les FNB à effet de levier et à rendement inverse soient inclus dans le lot.

### **Donnons-leur un nom propre : produits dérivés inscrits**

Si les promoteurs de FNB à effet de levier comme Horizons BetaPro veulent sérieusement que ces produits ne soient accessibles qu'aux investisseurs avertis, arrêtons de leur donner un nom qui les identifie mal. Ce ne sont pas des FNB ordinaires. Ils ont des caractéristiques de rendement et des profils de risque totalement différents. Les FNB ordinaires contiennent des actions et des obligations. Les FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises contiennent des liquidités et des contrats de produits dérivés.

Les différences entre les FNB d'origine et les nouveaux FNB de produits dérivés rappellent l'évolution du papier commercial adossé à des créances (PCAC) compliqué issu du papier commercial ordinaire. Les autorités de réglementation n'ont pas suivi l'évolution financière du papier commercial. On peut espérer qu'ils ont tiré une leçon importante du fiasco du PCAC.

Dans un [article récent](#) sur les investissements, le blogue *Seeking Alpha* suggérait d'appeler les FNB à effet de levier et à rendement inverse des « *Exchange Traded Products* » ou ETP. Nous estimons que cette appellation est trop proche de celle des fonds négociés en bourse (ETF en anglais) et pourrait induire encore davantage en erreur les investisseurs qui ont déjà du mal à distinguer les ETF des ETN – des billets négociés en bourse basés sur les produits dérivés, populaires aux États-Unis.

*Morningstar* a suggéré que le nom soit remplacé par celui de « *Exchange Traded Derivative Products* » (ETDP) (produits dérivés négociés en bourse). Si ces produits sont effectivement différents, pourquoi ne pas souligner cette différence clairement dans leur nom ? Nous suggérons de les appeler des « produits dérivés inscrits » (PDI).

### **La publicité reste un problème important**

Même un changement de nom ne suffira pas – tant que Horizons BetaPro et les créateurs américains de produits à effet de levier continueront de diffuser activement des publicités dans les médias et la presse financière ciblant les particuliers investisseurs.

Les autorités de réglementation doivent insister pour que les messages dans les publicités soient équilibrés en précisant les risques et l'absence de corrélation à long terme. Ces avertissements pourraient être les mêmes que ceux des publicités de produits pharmaceutiques. Les publicités télévisées des FNB à effet de levier pourraient comprendre un message défilant au bas de l'écran avertissant les spectateurs des effets secondaires, par exemple :

***Avertissement : Ces produits ne conviennent qu'à des investisseurs/spéculateurs bien informés. Ils ne doivent être utilisés que comme instruments de négociation à court terme et ne correspondent pas à un indice sous-jacent sur des périodes de plus d'un jour.***

### **LES MÉDIAS FINANCIERS DEVRAIENT ADOPTER UNE ATTITUDE PLUS CRITIQUE**

La crise financière qui s'abat sur le monde depuis deux ans est imputable à beaucoup d'acteurs. Mais on ne peut nier le rôle de la presse écrite et des médias électroniques qui ont aidé à perpétuer la bulle et à promouvoir des produits ayant causé des préjudices aux investisseurs.

On peut difficilement s'attendre des journalistes financiers soumis à des délais serrés par leurs heures de tombée qu'ils produisent des reportages d'enquête poussés sur des produits compliqués que beaucoup de professionnels ont eux-mêmes du mal à comprendre. Les changements de modèles d'entreprise et la baisse des revenus publicitaires compriment les ressources disponibles pour la couverture journalistique. Néanmoins, les médias jouissent d'une certaine confiance du public et ont le devoir de ne pas affaiblir la distinction entre publicité et contenu rédactionnel.

On aurait pu penser que la presse financière électronique aurait tiré une leçon de la satire par Jon Stewart de *The Daily Show* de [Jim Cramer](#) de [CNBC](#) en mars 2009. Mais trop de segments de la télévision financière sont essentiellement consacrés à la promotion du secteur. Trop d'articles paraissant dans la presse financière et généraliste ne sont que les communiqués de presse des émetteurs. Jamais la nécessité d'un recul critique et d'une analyse réelle n'a été plus importante.

### **LE NOUVEAU SITE WEB DE LA TSX SUR LES FNB DOIT ÊTRE PLUS ÉQUILBRÉ**

La Bourse de Toronto se targue d'être un chef de file mondial dans la négociation et l'inscription à sa cote de FNB; 29 % des nouvelles inscriptions à la TSX en 2008 étaient des FNB. La TSX veut vendre son savoir-faire spécialisé dans les FNB aux marchés internationaux et y voit une importante source de revenu.

La TSX a été autorisée à rester une autorité de réglementation d'émetteurs assujettis lorsqu'elle s'est démutualisée et est devenue une société à capital ouvert. Cela s'accompagne d'une responsabilité d'agir dans l'intérêt du public.

Au début de mai, la TSX a lancé un tout nouveau site Web sur les FNB en grande pompe. Les communiqués de presse soulignaient l'importance de l'information des investisseurs et d'une source centralisée d'informations.

Avec l'augmentation de la popularité des FNB, les investisseurs ont besoin d'un site semblable au site Web d'information du Investor Education Fund, [InvestorEd.ca](#), contenant des faits objectifs et soulevant quelques questions délicates.

La structure du site Web sur les FNB de la TSX mêle pratiquement tous les produits, de sorte que les FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises plus compliqués et plus risqués sont associés aux avantages des FNB ordinaires. Actuellement, le site ne contient aucune mise en garde au sujet des dangers ou de l'utilisation inappropriée de ces instruments à effet de levier puissants qui contiennent des produits dérivés.

Les liens de la section Nouvelles et articles du site des FNB de la TSX ne renvoient qu'aux communiqués de presse annonçant les nouvelles émissions de FNB. Pourquoi ignorer l'énorme documentation accumulée par *Morningstar*, la presse financière américaine et canadienne, les blogues financiers et les publications spécialisées ? Pourquoi la TSX ne propose-t-elle pas de lien vers l'avis de l'OCRCVM prévenant contre les risques des FNB à effet de levier ?

Le problème ne se pose pas seulement pour la TSX. Les systèmes de négociation parallèle au Canada ont commencé à proposer des FNB et aspirent à plus. En qualité d'autorité de réglementation, de chef de file du marché et d'important promoteur de FNB, la TSX doit donner l'exemple.

Nous croyons comprendre que des modifications du site Web sur les FNB sont imminentes. Pour le moins, nous espérons voir ajouter une section consacrée à l'explication des risques des FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises. Une distinction plus nette entre les FNB à effet de levier et les FNB ordinaires serait utile aux investisseurs. De même que le serait une section contenant davantage de liens – nous croyons que la TSX pourrait offrir ces liens sans endosser d'opinions controversées.

### **LES FNB DE MARCHANDISES POSENT DES PROBLÈMES PARTICULIERS DE CORRÉLATION**

Les FNB basés sur les marchandises et notamment le prix du pétrole, du gaz naturel, de l'or, d'autres métaux et de denrées agricoles posent des problèmes particuliers.

- Les fonds reposent souvent sur un indicateur de référence autre que celui largement diffusé dans la presse. Différents indicateurs de référence peuvent avoir des résultats nettement divergents.
- Ils sont toujours basés sur les contrats à terme et comportent donc des problèmes de date de renouvellement.
- Il se pose d'importants problèmes de report et de déport, lorsque les prix à terme diffèrent nettement du marché au comptant courant.

Le tableau suivant est tiré d'un article instructif de Don Dion dans le blogue *TheStreet.com* ([4 juin 2009](#)) détaillant les difficultés que soulèvent les FNB liés au prix du pétrole. Les écarts parmi les résultats depuis le début de l'année sont étonnants.

- Alors que le cours du brut West Texas Intermediate a augmenté de 48 % du début de l'année au 2 juin 2009, les rendements des FNB longs étaient nettement en retard et variaient beaucoup : de 2,6 % à 29 %.
- Deux FNB pétroliers à effet de levier, offrant deux fois le rendement quotidien de l'indice de référence, ont produit des rendements largement différents. L'un a perdu 11,7 %. L'autre était en hausse de 66 % – ce qui est impressionnant, mais encore à 30 points de pourcentage en dessous du rendement escompté.
- Les FNB courts et doubles courts ont en fait dépassé les prévisions de rendement en baissant moins que prévu. C'était heureux pour les investisseurs qui ont mal parié sur une baisse des cours du pétrole.

## FNB pétroliers

FONDS	RENDEMENT DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (%)	FRAIS DE GESTION (%)	VOLUME MOYEN (milliers)
<b>Brut WTI</b>	48,3	-	-
<b>LONG</b>			
<b>USO</b>	9,5	0,45	18 567
<b>OIL</b>	2,6	0,75	2 252
<b>UOY</b>	14,6	0,95	17
<b>OLO</b>	25,6	0,75	30
<b>USL</b>	23,1	0,6	229
<b>DBO</b>	29	0,5	304
<b>DOUBLE LONG</b>			
<b>DXO</b>	65,9	0,75	28 600
<b>UCO</b>	-11,7	0,95	7 355
<b>COURT</b>			
<b>SZO</b>	-19,4	0,75	19
<b>DOY</b>	-9,8	0,95	2
<b>DOUBLE COURT</b>			
<b>DTO</b>	-44	0,75	222
<b>SCO</b>	-40,1	0,95	1 041

### D'AUTRES SUJETS NÉCESSITENT UNE ÉTUDE PLUS APPROFONDIE

Nous avons mentionné d'autres sujets qui nécessitent une étude plus approfondie dans notre rapport du 14 mai. Nous attendons encore de meilleures réponses, mais il ne faudrait pas les oublier.

**Risque de contrepartie.** L'utilisation de produits dérivés nécessite des contreparties, et pourtant les prospectus ne contiennent pratiquement aucune information sur le risque de contrepartie. Tous les produits doivent être garantis par un commanditaire financier important possédant une bonne cote de solvabilité. Cependant, lorsque cette cote change, le contrat sur produits dérivés peut être à risque. Cela fait partie du problème du papier commercial adossé à des créances. (Voir l'explication de risque de contrepartie dans [Investopedia.com](http://Investopedia.com).)

**Aggravation de la volatilité en fin de séance.** Peter Haynes, de TD et d'autres observateurs ont fait remarquer que les FNB à effet de levier et à rendement inverse contribuent à aggraver la volatilité en fin de séance. Cela soulève des questions au sujet de l'intégrité du marché et de l'effet de la volatilité sur les investisseurs au détail et leur confiance dans l'intégrité des marchés.

**Impôts sur le revenu.** Nous savons que l'imposition des FNB basés sur des produits dérivés des États-Unis diffère de leurs contreparties ordinaires. Certains aspects des FNB à effet de

levier canadiens sont différents de ceux des États-Unis – le traitement comme gains en capital plutôt que comme revenu d'intérêts des distributions; les distributions annuelles plutôt que mensuelles. Un énoncé clair du traitement fiscal canadien est nécessaire.

## **CONCLUSION**

### **FAIR CANADA PRESSE LES AUTORITÉS CANADIENNES DE RÉGLEMENTATION D'AGIR**

Les Canadiens ont besoin que les autorités de réglementation agissent de manière décisive pour protéger les investisseurs. Les commissions des valeurs mobilières provinciales sont responsables de la surveillance de Horizons BetaPro; elles fixent aussi les normes des informations à fournir dans les prospectus et les normes régissant la publicité des produits financiers.

Quelques mesures particulières que les autorités canadiennes pourraient prendre en considération :

1. Insister sur une meilleure information en langage clair dans les prospectus.
2. Mettre en application des obligations de déclaration des risques et de reconnaissance du risque pour tous les particuliers investisseurs qui souhaitent négocier ces produits. Cette règle est déjà en vigueur pour d'autres produits dérivés tels que les options et les contrats à terme.
3. Faire appliquer les restrictions concernant la publicité fausse ou trompeuse. Émettre des orientations précises sur la publicité et exiger des avertissements à la fois sur les documents de publicité et sur les sites Web.
4. Entreprendre des recherches sur tous les problèmes que posent les FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises, y compris l'étendue de leur utilisation par des particuliers investisseurs, le risque de contrepartie et l'effet sur la volatilité du marché. Ces recherches devraient être étendues à d'autres produits structurés basés sur des instruments dérivés comme les sociétés d'investissement à capital fixe. Les autorités de réglementation pourraient envisager la création d'un groupe de travail avec des représentants des investisseurs, du secteur financier et des OAR pour étudier ces questions et présenter des recommandations **rapidement**.
5. Prendre attentivement en considération l'intérêt du public avant d'accorder un visa à un prospectus pour le placement et l'inscription en bourse de FNB à effet de levier triple au Canada. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières devraient s'assurer de comprendre pleinement ces produits hors normes avant de les laisser distribuer dans le public qui trop souvent suppose (à tort) que le visa réglementaire est un visa d'approbation.

## **L'HEURE EST VENUE D'AGIR**

La nécessité de recherches complémentaires pour déterminer l'ampleur du problème et les solutions à long terme possibles ne devrait pas être un substitut à une intervention immédiate de la part des autorités de réglementation.

Les préoccupations que soulèvent ces produits sont apparues pratiquement dès leur création en janvier 2007. Le rapport de FAIR Canada de mai 2009 sur les FNB à effet de levier et à rendement inverse ne contenait rien de nouveau. *Morningstar*, beaucoup de blogues d'investisseurs des États-Unis et une partie de la presse financière lançaient déjà des avertissements au sujet de ces produits depuis deux ans. Al Rosen, juricomptable, a rédigé un article sur ces produits dans le *Financial Post* en décembre l'an dernier. Des défenseurs des investisseurs comme la Small Investors Protection Association ont lancé des avertissements; de même que des chroniqueurs spécialisés dans les finances personnelles comme Rob Carrick dans le *Globe and Mail*, Jonathan Chevreau dans le *Financial Post* et Ellen Roseman, membre du Conseil d'administration de FAIR Canada, dans le *Toronto Star*.

Malgré ces avertissements, le secteur continue de croître et nous n'avons pas d'écho des autorités de réglementation. Il y a deux mois, HBP du Canada avait pour 2,1 milliards de dollars de FNB à effet de levier, à rendement inverse et de marchandises et le secteur américain représentait 33,2 milliards de dollars d'actifs. Le président de HBP, Howard Atkinson, a indiqué que la controverse n'a pas affecté les ventes et que HBP a maintenant pour 2,5 milliards de dollars d'actifs sous administration.

Les risques pour les investisseurs au détail augmentent de jour en jour. Une intervention urgente immédiate est essentielle.

### **FAIR CANADA**

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national indépendant voué à la représentation des intérêts des investisseurs canadiens dans la réglementation des marchés financiers. La fondation a pour mission de donner une voix aux investisseurs en matière de réglementation des valeurs mobilières et d'être un catalyseur pour l'amélioration des droits des actionnaires et des investisseurs individuels canadiens. Pour en savoir plus, consultez le site [www.faircanada.ca/fr](http://www.faircanada.ca/fr).