

Avis 81-316 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Fonds de couverture

Contexte

En 2005 et 2006, le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) a procédé à l'examen d'un échantillon de fonds de couverture au Canada au moyen d'examens de conformité de sociétés de gestion et de conseillers, d'examens de l'information présentée et de consultations auprès des intervenants du secteur. Nous avons fait cet examen en raison de la croissance de la vente de ces fonds aux investisseurs individuels, et aussi parce que nous jugions important d'explorer les enjeux posés par la réglementation des fonds de couverture à la suite de la débâcle de certains d'entre eux au Canada et à l'étranger.

Les fonds de couverture sont difficiles à définir. Pour les besoins de notre examen, nous les avons définis en termes généraux : des fonds de placement qui utilisent des stratégies de placement atypiques que les organismes de placement collectif (OPC) classiques ne peuvent généralement pas appliquer, comme le maintien simultané de positions longues et courtes ou le recours à l'arbitrage, à l'effet de levier financier, aux options, aux contrats à terme standardisés, aux obligations et à d'autres instruments financiers afin de tirer avantage de la conjoncture du marché.

En outre, nous avons pris en considération le rapport publié par le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada en octobre 2006 (le « rapport Allen »). Ce rapport traite de nombreux sujets, dont les fonds de couverture et les billets à capital protégé (BCP)¹.

Conclusion générale

Nous avons conclu que notre cadre actuel est adéquat pour la réglementation des fonds de couverture, mais qu'il pourrait être amélioré sur certains points, que nous abordons ci-après sous la rubrique « Préoccupations ».

¹ Le rapport Allen traite de plusieurs questions relatives aux fonds de couverture et recommande notamment les solutions suivantes :

- un cadre réglementaire devrait être établi pour le placement de titres de fonds de couverture auprès du public, comme cela s'est fait pour les fonds communs de placement;
- les BCP liés à des fonds de couverture devraient être réglementés selon la nature du placement sous-jacent plutôt qu'en fonction de la nature du billet;
- les intermédiaires financiers qui placent des titres de fonds de couverture et d'autres produits structurés liés à des fonds de couverture devraient être tenus de répondre à certaines exigences de compétence;
- les sociétés de gestion de fonds de couverture (appelées « gérants » dans le rapport) devraient être inscrites.

Nous estimons que deux sujets analysés au cours de notre examen (les BCP et les ententes d'indication de clients) nécessitent une étude plus approfondie. Le 7 juillet 2006, nous avons publié l'Avis 46-303 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Billets à capital protégé* (l'« avis sur les BCP »), pour exprimer nos préoccupations en ce qui concerne le placement des BCP et notre intention de poursuivre les consultations sur les BCP. Nous étudions actuellement les ententes d'indication de clients dans le cadre d'un projet distinct dont les conclusions seront intégrées au projet en vue de la réforme de l'inscription.

Enfin, comme nous le verrons ci-après, nous envisageons une obligation d'inscription des sociétés de gestion dans le cadre du projet de réforme du régime d'inscription.

Sujets abordés au cours de notre examen

1. La réglementation actuelle des fonds de couverture

Les titres de fonds de couverture sont placés de différentes façons : au moyen de prospectus, sous le régime de dispenses de prospectus prévues par la législation en valeurs mobilières et parfois par le truchement de produits liés, comme les BCP, qui sont offerts en tant que produits qui échappent à l'application de la législation provinciale en valeurs mobilières².

Le placement de titres de fonds de couverture au moyen d'un prospectus ou sous le régime de dispenses prévues par la législation en valeurs mobilières est réglementé de diverses façons :

- Les *gestionnaires de portefeuille* des fonds doivent être inscrits. Dans le présent avis, les gestionnaires de portefeuille sont désignés comme des « conseillers », car ils fournissent des conseils aux fonds concernant leur portefeuille de titres. C'est la situation inverse aux États-Unis, où la plupart des conseillers de fonds de couverture ne sont pas réglementés³.

- Les *courtiers* qui placent des titres doivent être inscrits.
- Des obligations de *connaître son client* et d'évaluer la *convenance* des placements (qui comprennent l'obligation de connaître son produit) doivent être respectées par les courtiers inscrits qui placent des titres de fonds de couverture et les conseillers qui fournissent des conseils à leur sujet.

² Ou, au Québec, offerts sous le régime d'une dispense applicable (se reporter aux paragraphes 9° et 14° de l'article 3 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec).

³ Aux États-Unis, la *Investment Company Act of 1940* prévoit que les fonds qui se limitent à des placements privés auprès de personnes physiques ou d'institutions ayant un actif net élevé ou auprès de cent propriétaires véritables ou moins sont dispensés de son application, et la *Investment Advisers Act* s'interprète comme dispensant de son application les gestionnaires de portefeuille agissant pour le compte de quatorze fonds ou moins.

- Le *placement de titres de fonds de couverture sans prospectus* ne peut se faire qu'auprès des personnes suivantes :
 - les investisseurs qualifiés qui respectent certains critères de bénéfice net ou d'actif financier;
 - les investisseurs qui sont en mesure de faire une souscription minimum de 150 000 \$;
 - les investisseurs de certaines provinces⁴ qui reçoivent un document d'information obligatoire et reconnaissent le risque que comporte leur placement; les investisseurs ont deux jours pour changer d'avis et disposent de certains droits d'action si l'information est fautive ou trompeuse.
- Certaines *obligations d'information* s'appliquent selon la façon dont les titres sont placés :
 - le fonds de fonds de couverture dont les titres sont placés au moyen d'un prospectus est tenu de révéler l'information à son sujet de façon complète, véridique et claire;
 - les fonds de couverture dont les titres sont placés auprès d'investisseurs qualifiés ou d'investisseurs qui souscrivent au moins 150 000 \$ de titres ne sont pas formellement tenus de fournir d'information, bien que notre examen nous ait permis de constater qu'une forme ou une autre de document d'offre est généralement fournie;
 - les fonds de couverture dont les titres sont placés sous le régime de la dispense de notice d'offre⁵ doivent fournir une forme précise de notice d'offre aux investisseurs.
- Des documents d'*information continue* (comme les états financiers) doivent être fournis par les fonds de fonds de couverture dont les titres sont placés au moyen d'un prospectus et, dans certaines provinces⁶, par les fonds de couverture dont les titres sont placés en vertu de certaines dispenses.
- Les *examens de conformité* des conseillers, des sociétés de gestion de fonds et des courtiers sont effectués par le personnel des autorités en valeurs mobilières et des organismes d'autoréglementation (OAR) selon des méthodes axées sur le risque.

Les investisseurs peuvent également accéder à des fonds de couverture par le truchement de produits liés comme des BCP, qui sont offerts en tant que produits qui échappent à l'application de la législation en valeurs mobilières provinciale. Comme nous l'avons vu ci-dessus, les ACVM ont exprimé au sujet des BCP certaines préoccupations qu'elles étudient dans le cadre de la consultation évoquée dans l'avis sur les BCP.

⁴ Colombie-Britannique, Nouveau-Brunswick, Nouvelle-Écosse et Terre-Neuve-et-Labrador.

⁵ Voir la note de bas de page 4. Offerte en Colombie-Britannique, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse et à Terre-Neuve-et-Labrador.

⁶ En vertu de la *Norme canadienne 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, en Ontario, au Québec, en Saskatchewan, en Nouvelle-Écosse et au Nouveau-Brunswick, les fonds de couverture qui ne sont pas des émetteurs assujettis sont tout de même tenus de fournir certains documents d'information continue aux investisseurs.

2. Examens de conformité des sociétés de gestion et des conseillers des fonds de couverture

Certaines autorités membres des ACVM (Ontario, Colombie-Britannique et Québec) se sont concertées pour effectuer des vérifications sur place auprès de treize participants au marché, dont des conseillers et des sociétés de gestion de fonds de couverture. La population visée par les examens comprenait 37 fonds de couverture d'une valeur totale de 1,25 milliard de dollars et neuf BCP d'une valeur de 1,4 milliard de dollars. Les participants au marché ont été choisis en fonction de leur taille, du nombre et du type de produits offerts (fonds de couverture, fonds de fonds de couverture et BCP) et aussi de façon aléatoire.

Les examens ont porté sur plusieurs points, dont la garde des actifs des clients, les processus d'évaluation, les documents promotionnels et les documents d'offre, le montant et le type de frais facturés, la liquidité des produits, l'existence d'ententes d'indication de clients et le placement des produits.

En général, nos constatations sont uniformes d'une province participante à l'autre. Il s'agit de ce qui suit :

- *Garde* – Les actifs des clients étaient principalement détenus par de grandes institutions réputées comme des banques, des courtiers et des sociétés de fiducie.
- *Évaluation* – L'évaluation des fonds de couverture était faite assez fréquemment (chaque semaine, toutes les deux semaines ou tous les mois), soit à l'interne, soit par des fournisseurs de services. Dans le cas de l'évaluation à l'interne, des listes de prix automatiques provenant de diverses sources externes étaient utilisées pour réduire le risque d'erreurs de fixation du prix. Dans le cas des évaluations imparties, le seul problème relevé était que de nombreux participants au marché ne conservent pas de preuves de leur surveillance du calcul de la valeur liquidative.
- *Commercialisation* – Nous avons des préoccupations au sujet de la présentation du rendement et de l'information inadéquate ou inexacte dans certains documents promotionnels que nous avons compulsés. Dans certains cas, le rendement réel était présenté avec des données rétrospectives simulées et les mise en gardes accompagnant cette information étaient inadéquates.
- *Frais* – Nos examens ont révélé l'existence de multiples strates de frais chez les fonds de couverture, dont les frais de gestion, la rémunération au rendement, les frais de vente initiaux, les commissions de suivi et les frais de rachat anticipé. Dans le cas des fonds de fonds de couverture, il existe une strate supplémentaire de frais de gestion et de rémunération au rendement. Dans les cas où les frais associés à ces produits étaient indiqués dans les documents d'offre, nous avons des préoccupations au sujet de la clarté de l'information, en raison du fait que les différents frais étaient souvent indiqués dans des

endroits sans aucun rapport dans les documents et non de façon consolidée ou dans un sommaire, de même qu'au sujet de la transparence du niveau général des frais.

- *Information sur les placements dispensés* – Nous avons constaté que l'information sur les produits était analogue à l'information à fournir dans un prospectus, mais que sa présentation souffrait d'un manque d'uniformité. Étant donné qu'il s'agit de produits complexes dont la structure comporte de multiples strates et de multiple frais, l'information était difficile à comprendre et à comparer d'un produit à l'autre.

- *Liquidité* – La majorité des fonds de couverture de notre échantillon dont les titres étaient placés sur le marché non réglementé autorisaient des rachats hebdomadaires ou mensuels à la valeur liquidative. Les fonds dont les titres étaient placés au moyen d'un prospectus étaient négociés quotidiennement en bourse.

- *Ententes d'indication de clients* – Nous avons relevé certains problèmes en ce qui concerne les ententes d'indication de clients en Ontario et en Colombie-Britannique. En Ontario, une personne inscrite avait délégué à une personne non inscrite sa responsabilité de superviser les opérations et d'évaluer la convenance des opérations pour son client, ce qui était inapproprié. La convention qui les liait ne stipulait pas les rôles et responsabilités des parties, ni la partie chargée d'indiquer aux clients l'existence des ententes d'indication. En Colombie-Britannique, les conflits d'intérêts n'avaient pas été correctement communiqués dans un cas. Ces cas ne sont pas représentatifs de la population.

- *Placement* – Au cours des examens de conformité, nous avons constaté que les titres de fonds de couverture et les BCP étaient souvent placés par des courtiers en placement et des courtiers en épargne collective. En Colombie-Britannique et au Québec, la majorité des titres de fonds de couverture étaient placés par les gestionnaires de portefeuille des fonds.

3. Examen de l'information

Nous avons examiné l'information de plusieurs fonds de couverture, fonds de fonds de couverture et BCP dans le cadre de l'examen régulier des prospectus, d'examens approfondis de l'information et d'examens de sociétés de gestion de fonds de couverture. Nous avons analysé les prospectus, les notices d'offre et les documents promotionnels des fonds de couverture.

4. Consultation auprès des intervenants du secteur

Nous avons consulté divers professionnels du secteur sur des questions relatives au placement, à l'information, à la vente auprès des investisseurs individuels et aux obligations réglementaires des fonds de couverture. Nous avons discuté de l'importance que les personnes inscrites effectuent des contrôles préalables et évaluent leur connaissance des fonds de couverture avant de les recommander aux clients. Nous avons également traité de

l'obligation non moins importante pour les personnes inscrites de connaître leur client et d'évaluer la convenance des placements.

Les intervenants du secteur nous ont fait remarquer que les investisseurs veulent pouvoir souscrire davantage de titres de fonds de couverture et que certains marchés et autorités de réglementation étrangers ont pris de mesures pour favoriser cette évolution. L'importance du marché des BCP a aussi été abordée, notamment parce que ces billets sont utilisés d'une façon qui donne aux investisseurs individuels accès aux fonds de couverture.

Préoccupations

Nous sommes parvenus à la conclusion que la réglementation actuelle des valeurs mobilières est appropriée pour les fonds de couverture, mais nous avons relevé au cours de notre examen certains points dont nous devrions faire le suivi ou qui pourraient être améliorés. Nous les abordons ci-dessous et indiquons de quelle façon nous comptons effectuer ce suivi et apporter ces améliorations.

A. Billets à capital protégé

Dans l'avis sur les BCP, les ACVM ont fait état de plusieurs préoccupations en ce qui concerne les BCP :

- ils donnent aux investisseurs individuels accès à de nouvelles catégories d'actif auxquelles ils n'ont habituellement pas accès sans prospectus et qui comportent des risques différents;
- les investisseurs peuvent ne pas recevoir suffisamment d'information sur les BCP (par exemple sur la structure, les frais et les risques) pour prendre une décision de placement éclairée;
- certains BCP sont liés à des produits plus complexes et peuvent poser davantage de risques que ce qui était envisagé au moment où la législation en valeurs mobilières a été adoptée pour exclure les dépôts des institutions financières de la réglementation en valeurs mobilières et dispenser les titres de créance garantis;
- il se peut que les personnes inscrites qui vendent des BCP ne respectent pas leurs obligations de connaître leur client et d'évaluer la convenance des placements.

Les ACVM poursuivent leur consultation sur les BCP.

B. Ententes d'indication de clients

La législation en valeurs mobilières de certains territoires et les règles de certains OAR imposent des obligations précises aux personnes inscrites en ce qui concerne l'indication de clients entre elles. Même dans les cas où il n'existe pas d'obligations précises, les personnes inscrites doivent tout de même respecter les obligations prévues par la législation en valeurs mobilières et ont l'obligation générale d'agir dans l'intérêt de leurs clients.

Les ententes d'indication de clients nous semblent poser certains risques, notamment le risque de ne pas établir toujours clairement les rôles et les responsabilités des personnes inscrites concernées, y compris pour ce qui est de désigner celle chargée de révéler l'existence de l'entente au client. Elles présentent aussi le risque que les personnes inscrites puissent indiquer des clients à des personnes offrant des titres de fonds de couverture (ou des produits liés à des fonds de couverture) simplement pour percevoir des frais et sans se demander si cela est dans l'intérêt de leurs clients.

Les ACVM ont un projet distinct sur les ententes d'indication de clients qui examine comment régler ces questions. Les conclusions de ces travaux seront intégrées au projet des ACVM en vue de la réforme du régime d'inscription.

C. Placement

Les courtiers et leurs représentants devraient s'assurer d'avoir les compétences nécessaires et de bien connaître ces produits très complexes pour évaluer correctement leur convenance pour leurs clients. Les OAR qui réglementent les courtiers devraient superviser leurs membres et leurs représentants pour déterminer s'ils s'acquittent de leur obligation de connaître leur client et d'évaluer la convenance lors du placement de fonds de couverture.

D. Inscription et supervision des sociétés de gestion

À l'heure actuelle, les sociétés de gestion de fonds n'ont besoin de s'inscrire que si elles gèrent également des actifs en portefeuille, auquel cas elles doivent s'inscrire comme conseillers. Cependant, étant donné le rôle primordial de ces sociétés dans l'établissement, la promotion et la gestion des fonds d'investissement, ainsi que la fourniture et la supervision d'une vaste gamme de services (y compris l'évaluation des fonds et les services d'agent chargé de la tenue des registres et d'agent des transferts), les ACVM envisagent une obligation d'inscription des sociétés de gestion, y compris des sociétés de gestion de fonds de couverture, dans le cadre du projet de réforme du régime d'inscription.

Les obligations d'inscription des sociétés de gestion de fonds auraient pour objet de faire en sorte qu'elles :

- disposent des ressources nécessaires pour remplir leurs fonctions ou superviser adéquatement les fonctions imparties à des tiers et offrir des services adéquats aux investisseurs;
- gèrent leurs conflits d'intérêts;
- disposent des ressources nécessaires, en capital et en assurances, pour offrir une protection aux investisseurs et réduire le risque de perte ou les inconvénients pour eux;
- aient les compétences et l'intégrité requises pour remplir leurs fonctions.

Sous réserve de la disponibilité des ressources nécessaires et des grandes priorités en matière de conformité, nous envisagerons également de poursuivre nos examens de conformité et inspections des participants au marché des fonds de couverture, dont les conseillers et les sociétés de gestion de fonds (dans les territoires où l'autorité est habilitée par la loi à effectuer ces examens).

E. Information

Au cours de notre examen, nous avons constaté que l'information fournie dans le cadre de placements sans prospectus (généralement dans une notice d'offre) par certains fonds de couverture aurait pu être plus claire. Nous examinerons les documents utilisés dans le cadre de placements sans prospectus lors des examens de conformité des sociétés de gestion et des conseillers de fonds de couverture, auxquels nous ferons part, le cas échéant, de nos préoccupations à cet égard.

Les fonds de fonds de couverture dont les titres sont placés au moyen d'un prospectus sont examinés dans le cadre de notre programme d'examen du prospectus. Ces produits sont généralement complexes et nous continuerons d'axer nos examens sur la clarté de l'information sur les fonds, notamment sur leur structure, leurs risques et les frais exigibles.

Nous exigerons que les documents promotionnels qui posent des problèmes soient modifiés ou retirés. Certaines autorités membres des ACVM peuvent également examiner ces documents dans le cadre d'un programme d'examen de l'information continue. Nous tiendrons compte des principes suivants dans tout examen⁷ :

- le rendement passé ne peut être indiqué que si certaines périodes standard sont incluses et si le rendement a été calculé d'une façon standard;
- le rendement passé d'un fonds sous-jacent ou d'autres fonds gérés par le même conseiller peut être indiqué, mais seulement s'il est clair que l'information concerne un autre fonds géré par la même société de gestion ou que le fonds dont les titres sont placés est lié au fonds visé par la publicité;
- les communications publicitaires doivent contenir des mises en garde concernant le calcul des données et le fait que le rendement passé n'est pas indicatif du rendement à venir;
- l'information sur le rendement doit être suffisamment à jour pour ne pas être trompeuse;
- l'information sur les autres éléments clés du produit, notamment les frais, doit être claire et compréhensible.

F. Information financière et évaluation

À l'occasion de nos examens des prospectus et de discussions sur les questions de transition entourant la *Norme canadienne 81-106 sur l'information continue des fonds*

⁷ Ces principes s'inspirent des dispositions des règles sur les OPC, notamment celles de la partie 15 de la Norme canadienne 81-102 sur les organismes de placement collectif.

d'investissement, nous avons constaté plusieurs difficultés pour les fonds de couverture qui pourraient avoir à respecter les obligations d'évaluation et d'information financière prévues par cette règle :

- pour les fonds liés à des fonds de couverture extraterritoriaux, la fourniture de toute l'information financière sur le fonds dominant canadien dans les 90 jours suivant la fin de son exercice;
- le calcul de la valeur liquidative aussi souvent que ce qui est généralement exigé des autres fonds d'investissement;
- la sensibilité de l'information à fournir sur les titres en portefeuille de certains fonds de couverture sous-jacents.

Nous continuerons de chercher des façons de réaliser un juste équilibre entre le besoin de transparence et le fait que certains fonds de couverture peuvent éprouver des difficultés particulières en ce qui concerne l'information financière.

Nous poursuivons également notre réflexion sur l'évaluation des fonds de couverture, notamment :

- le rôle des fournisseurs de services (sociétés de gestion de fonds extraterritoriaux, administrateurs de fonds) dans l'évaluation des fonds ou la vérification des évaluations réalisées à l'interne;
- les politiques et procédures ainsi que les contrôles internes en matière d'évaluation, par exemple la séparation des tâches au sein de la famille de fonds pour réduire tout risque de conflit d'intérêts entre les personnes qui évaluent les fonds et celles qui peuvent tirer avantage de l'évaluation;
- la surveillance exercée par les sociétés de gestion de fonds sur le processus d'évaluation;
- les politiques et procédures dont les fonds canadiens qui investissent dans des fonds de couverture extraterritoriaux disposent pour vérifier les évaluations et toute autre information financière concernant ces fonds de couverture;
- les travaux réalisés sur ces questions au niveau international, par exemple par l'OICV.

Renseignements

Pour tout renseignement complémentaire, veuillez vous adresser aux personnes suivantes :

Michel Vandal
Chef du service des Fonds d'investissement
Autorité des marchés financiers
514-395-0558, poste 4471
michel.vandal@lautorite.qc.ca

Leslie Byberg
Manager, Investment Funds Branch
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-2356
lbyberg@osc.gov.on.ca

Mark Mulima
Senior Legal Counsel
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8276
mmulima@osc.gov.on.ca

Marrienne Bridge
Manager, Compliance, Capital Markets Branch
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8907
mbridge@osc.gov.on.ca

Leslie Rose
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
604-899-6654
lrose@bcsc.bc.ca

Cynthia Martens
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
403-297-4417
Cynthia.martens@seccom.ab.ca

Andrew Nicholson
Directeur de la réglementation du marché
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
506-658-3021
andrew.nicholson@nbsc-cvmnb.ca

Le 12 janvier 2007