PWL

Y a-t-il un risque d'importante distribution de gains en capital avec les FNB de Vanguard cotés au Canada?

Raymond Kerzérho MBA, CFA
Directeur de la recherche

PWL Capital inc.
Novembre 2018

RÉSUMÉ

Le lancement des premiers FNB du Vanguard Group, en 2001, a secoué le secteur de la gestion d'actifs, car ce gestionnaire de fonds a rassemblé plus de nouveaux actifs aux États-Unis que quiconque, que ce soit par le canal des fonds communs de placement ou celui des FNB. Cette société sans but lucratif a pu proposer des frais moins élevés que tous ses concurrents dès le jour 1, tirant parti du volume considérable de ses actifs grâce à sa structure unique de catégories de parts multiples. Certains acteurs de l'industrie se sont dits préoccupés, toutefois, par cette structure, qui pourrait finir par entraîner d'importantes distributions de gains en capital imposables. Le présent article analyse le risque potentiel de distribution de gains en capital propre aux FNB de Vanguard, en particulier du point de vue des investisseurs et contribuables canadiens. Selon notre conclusion, il est très improbable que la structure de catégories de parts multiples de Vanguard donne lieu à d'importantes distributions de gains en capital.

Ce rapport a été rédigé par Raymond Kerzérho, PWL Capital inc. Les idées, opinions et recommandations contenues dans le présent document sont celles de l'auteur et ne représentent pas nécessairement les vues de PWL Capital inc.

© PWL Capital inc.

Tous droits réservés. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite sans l'autorisation préalable écrite de l'auteur et/ou PWL Capital. PWL Capital souhaiterait recevoir une copie de toute publication ou matériel qui utilise ce document comme source. Veuillez citer ce document comme suit :

Raymond Kerzérho, *Directeur de la recherche*, PWL Capital inc. *« Y a-t-il un risque d'importante distribution de gains en capital avec les FNB de Vanguard cotés au Canada? »*

Pour plus d'informations sur cette publication ou d'autres publications de PWL Capital, veuillez communiquer avec :

PWL Capital – Montréal, 3400 de Maisonneuve ouest., bureau 1501, Montréal, Québec H3Z 3B8
Tél 514 875-7566 • 1-800 875-7566 **Fax** 514 875-9611
montreal@pwlcapital.com

Ce rapport est publié par PWL Capital inc. à titre informatif seulement. Les informations qui ont servi à bâtir ce rapport sont disponibles sur demande. Avant d'effectuer un placement ou d'adopter une stratégie de placement, chaque investisseur devrait évaluer ses objectifs avec son conseiller en placement. Les opinions exprimées dans ce document représentent le jugement de PWL Capital inc. à la date indiquée sur celui-ci; elles sont modifiables sans avis et elles sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité à l'égard des erreurs ou omissions que pourrait contenir ce document. Les renseignements contenus dans les présentes ont été puisés auprès de sources que nous considérons dignes de foi, mais ni PWL Capital inc. ni ses employés, ses agents ou ses fournisseurs de renseignements ne peuvent garantir leur exactitude ou leur intégralité.

Table des matières

1 Les FNB de Vanguard cotés aux États-Unis examinés au microscope 4

2 Y a-t-il des problèmes liés aux FNB de Vanguard cotés au Canada? 6

3 Le risque lié aux FNB de Vanguard est extrêmement faible 7

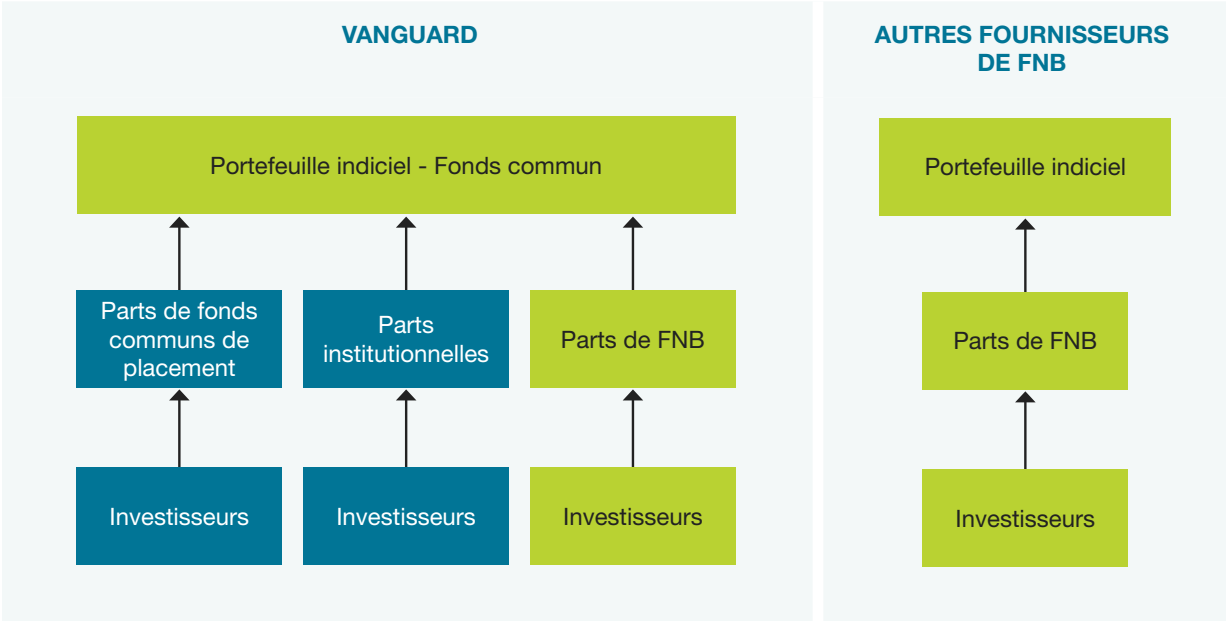
4 Conclusion 9

5 Références 10

1 Les FNB de Vanguard cotés aux États-Unis examinés au microscope

Les FNB de Vanguard cotés aux États-Unis sont structurés différemment de ceux d'autres fournisseurs. La plupart des FNB sur le marché américain sont entièrement autonomes, mais ceux de Vanguard qui sont cotés dans ce pays ont été lancés en tant que nouvelle catégorie de parts d'un portefeuille indiciel existant. Cette structure est illustrée dans le graphique 1 ci-après.

Graphique 1 : Structure d'un FNB de Vanguard coté aux États-Unis par rapport aux autres fournisseurs de FNB

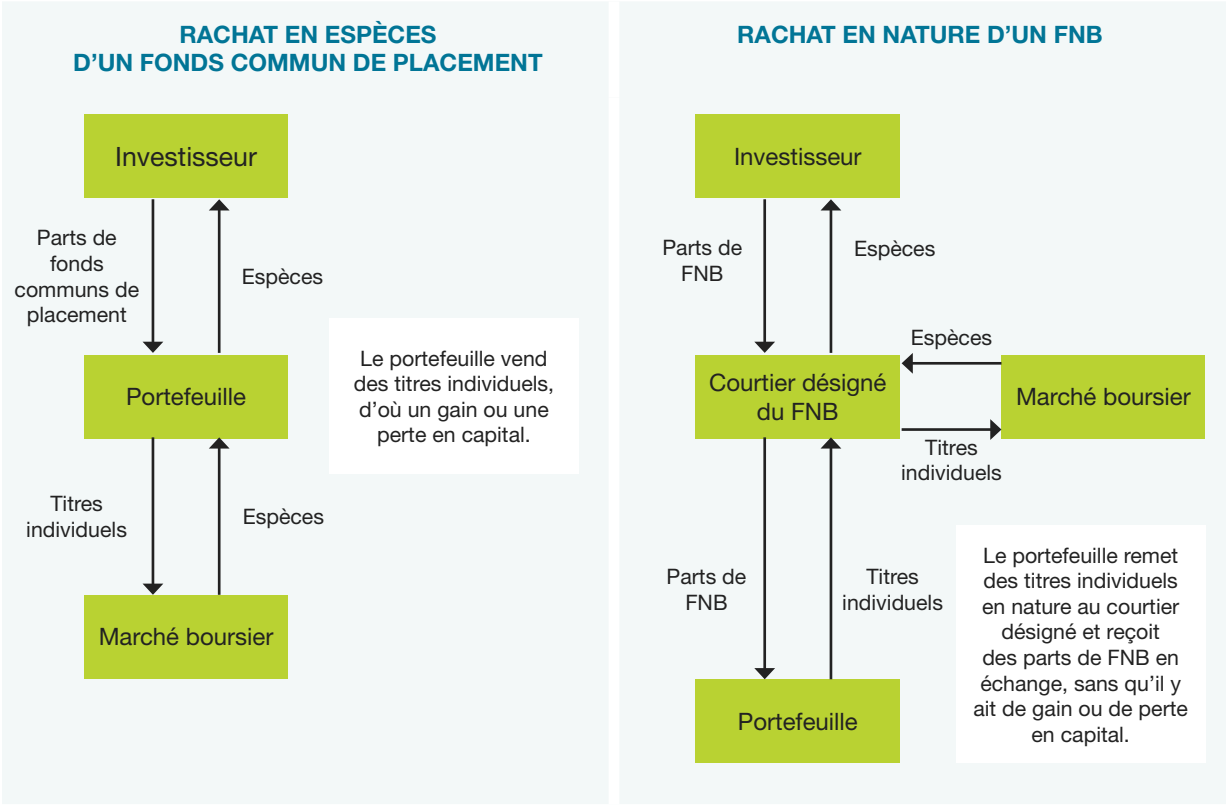


Source : The Vanguard Group

L'avantage le plus évident de la structure de Vanguard, c'est qu'elle lui a permis de lancer ses FNB avec une immense base d'actifs déjà existants dès le premier jour et, en conséquence, de le faire en réalisant des économies d'échelle et en ayant le ratio des frais de gestion le plus bas possible. À titre d'exemple, le FNB Vanguard Total Stock Market permet aux investisseurs de participer à un portefeuille de 700 milliards de dollars, soit plus du double des actifs sous gestion du méga Régime de pensions du Canada.

En même temps, on peut se demander si cette structure de catégories de parts multiples risque de donner lieu à d'importantes distributions de gains en capital. La structure classique des FNB a en général un avantage clé sur celle des fonds communs de placement : les porteurs de parts de FNB sont protégés des conséquences fiscales découlant de transactions d'autres porteurs de parts. Si un porteur de parts vend des parts de FNB et réalise un gros profit, il ne peut pas « mutualiser » son gain imposable avec les autres porteurs de parts, car les parts de FNB seront soit vendues à un autre investisseur sur le marché libre, soit rachetées en nature par le fournisseur de FNB, des transactions qui ne donneront pas lieu à des gains en capital dans le portefeuille du FNB. En revanche, les investisseurs dans des FNB de Vanguard détiennent indirectement des titres dans un portefeuille commun avec des porteurs de parts de fonds communs de placement et de parts institutionnelles. Si un porteur de parts d'un fonds commun ou de parts institutionelles dans un portefeuille Vanguard vend ses parts, cela pourrait entraîner un rachat en espèces. Contrairement aux rachats en nature, les rachats en espèces sont financés par la vente de titres directement dans le portefeuille. Ainsi, il est théoriquement possible qu'un important gain en capital imposable déclenché par l'un de ces deux groupes se répercute sur les porteurs de parts de FNB. La différence entre les rachats en espèces des fonds communs de placement et les rachats en nature des FNB est illustrée dans le graphique 2.

Graphique 2 : Impact des rachats nets – Fonds communs de placement et FNB



Source : PWL Capital

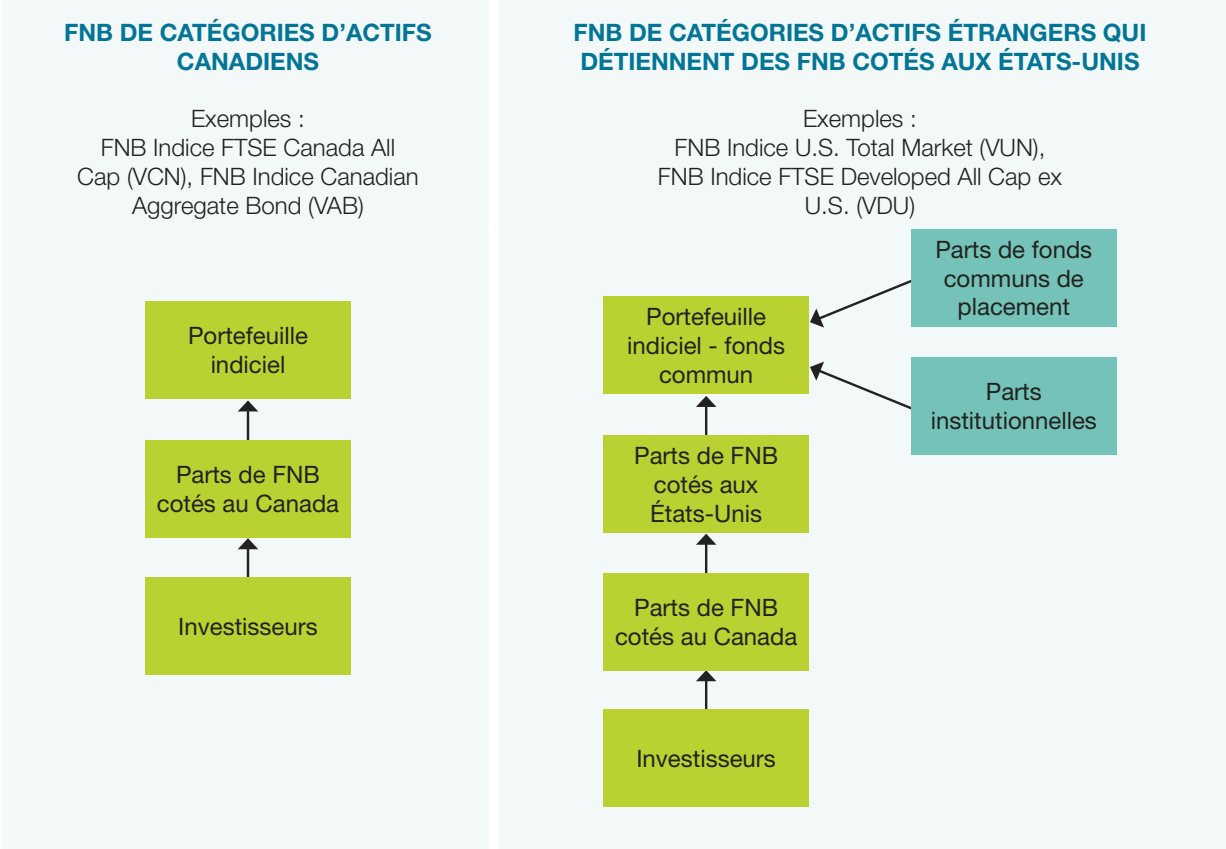
Il est important de comprendre ce risque, surtout pour les **investisseurs canadiens détenant des FNB de Vanguard cotés aux États-Unis** dans un portefeuille imposable, car en vertu de la loi fiscale canadienne, les distributions de gains en capital d'un FNB étranger sont imposables au plein taux d'imposition sur le revenu.

2 Y a-t-il des problèmes liés aux FNB de Vanguard cotés au Canada?

Les **FNB de Vanguard cotés au Canada et constitués de titres canadiens** utilisent la structure classique des FNB : ils sont les seuls propriétaires d'un portefeuille de titres et ne sont donc pas touchés par les questions de catégories de parts multiples.

En revanche, **plusieurs FNB de Vanguard cotés au Canada et constitués de titres étrangers détiennent eux-mêmes des FNB cotés aux États-Unis**. Ainsi, une importante distribution de gains en capital dans un FNB coté aux États-Unis sous-jacent à un FNB coté au Canada pourrait passer de l'un à l'autre. Ces FNB sont en quelque sorte comme des poupées russes : le FNB canadien possède des parts d'un FNB américain, qui à son tour détient des parts du portefeuille indiciel. Le graphique 3 compare la structure des FNB de Vanguard cotés au Canada constitués d'actifs canadiens et étrangers.

Graphique 3 : Structure des FNB de Vanguard cotés au Canada



Source : PWL Capital, Vanguard Group

3 Le risque lié aux FNB de Vanguard est extrêmement faible

Lorsque nous avons examiné les données probantes fournies par Vanguard elle-même, mais aussi par des sources indépendantes comme Morningstar et ETF.com, nous sommes arrivés à la conclusion que le risque associé à la structure de catégories de parts multiples de Vanguard est extrêmement faible. Voici nos conclusions :

1. Morningstar a démontré dans un rapport d'étude qu'on obtient l'essentiel de la diminution des distributions de gains en capital en passant des fonds communs de placement actifs aux fonds passifs (indiciels). Les fonds passifs distribuent au moins 90 % moins de gains en capital que les fonds actifs en raison de leur taux de rotation relativement faible. En général, les FNB reflétant le marché élargi et comprenant des grandes capitalisations ont tendance à distribuer moins de gains en capital que les fonds sectoriels, les fonds spécialisés et ceux axés sur les moyennes et les petites capitalisations. Cela dit, la diminution additionnelle des distributions de gains en capital obtenue en passant des fonds communs de placement passifs aux FNB passifs est minime. Il est donc difficile de comprendre en quoi l'intégration d'un fonds commun de placement passif et d'un FNB passif sous la même structure peut se traduire par des distributions de gains en capital beaucoup plus importantes.

2. Vanguard prétend que sa structure de catégories de parts multiples est en fait plus avantageuse sur le plan fiscal, et non pas moins, que la structure de FNB traditionnelle. Contrairement à ce qui se passe au Canada, la réglementation américaine permet aux sociétés de fonds de choisir des lots de titres précis lorsque des investisseurs se font racheter des parts. Avec le rachat sélectif des parts au coût élevé, en espèces, aux investisseurs dans des fonds communs, et des parts à faible coût, en nature, aux investisseurs dans des FNB, la structure de catégories de parts multiples permet théoriquement aux FNB de Vanguard d'avoir un avantage fiscal plus important que ses concurrents.

3. L'historique des distributions de gains en capital de Vanguard est révélateur. Certains FNB de Vanguard cotés aux États-Unis ont une feuille de route qui remonte à 2001. Les FNB clés de Vanguard cotés aux États-Unis affichent des distributions de gains en capital proches de zéro. Si leur structure était déficiente, certaines distributions importantes auraient déjà eu lieu. De plus, l'historique des FNB cotés au Canada montre également que les distributions de gains en capital sont faibles tel que démontré au tableau 1 ci-dessous. Les distributions dignes de mention qui ont eu lieu résultaient d'opérations de couverture de change plutôt que de la structure de catégories de parts multiples.

4. En cas de gros rachat (plus de 1% du portefeuille ou 250 000 $) par un fonds commun de placement ou un porteur de parts institutionnelles, Vanguard a le droit de racheter les parts en nature afin de prévenir une distribution de gains en capital qui serait préjudiciable aux autres porteurs de parts.

Tableau 1 : Distributions de gains en capital des FNB clés de Vanguard depuis leur création

FNB canadiens	Symbole	Année de lancement	Dist. de gains en capital	Symbole du FNB américain sous-jacent	Année de lancement	Dist. de gains en capital
Indice FTSE Developed All Cap ex U.S.	VDU	2013	Zéro	VEA	2007	Zéro
Indice FTSE Developed All Cap ex U.S. (couvert en CAD)	VEF	2011	Minime*	VEA	2007	Zéro
Indice FTSE Emerging Markets All Cap	VEE	2011	Minime*	VWO	2005	Zéro
Indice S&P 500	VFV	2012	Minime*	VOO	2010	Zéro
Indice S&P 500 (couvert en CAD)	VSP	2012	1,5 % en 2017 0 % autrement	VOO	2010	Zéro
Indice U.S. Dividend Appreciation	VGG	2013	Zéro	VIG	2006	Zéro
Indice U.S. Dividend Appreciation (couvert en CAD)	VGH	2013	0,50 % en 2017 0 % autrement	VIG	2006	Zéro
Indice U.S. Total Market	VUN	2013	Zéro	VTI	2001	Zéro
Indice U.S. Total Market (couvert en CAD)	VUS	2011	3 % en 2017 0,7 % en 2012 0 % autrement	VTI	2001	Zéro
Indice U.S. Aggregate Bond (couvert en CAD)	VBU	2014	Négligeable	BND	2007	Zéro
Indice Global ex-U.S. Aggregate Bond (couvert en CAD)	VBG	2014	2,1 % en 2017 0 % autrement	BNDX	2013	Entre 0,24 % et 0,60 % en 2010- 2014, 0 % autrement

* « Minime » = moins de 0,10 % dans une année donnée

Source : The Vanguard Group, Bloomberg

4 Conclusion

Cet article résume notre compréhension de la structure de catégories de parts multiples des FNB de Vanguard et des préoccupations fiscales qui s'y rattachent. À la lumière de son historique de distributions modestes et des autres facteurs favorables en jeu, nous estimons que les FNB de Vanguard seront à l'avenir aussi avantageux sur le plan fiscal que ceux qui ont une structure classique.

Nous sommes d'avis aussi que les investisseurs qui souhaitent optimiser le rendement après impôt ont intérêt à privilégier les FNB reflétant des indices boursiers couvrant l'ensemble du marché, dont les frais sont peu élevés, qui ont un faible niveau d'erreur de calquage, ainsi que les FNB qui détiennent des obligations à escompte.

5 Références

Banks, C., *Settling The Share Class Debate*, ETF.com, 2011

Benihoff, D.J., Zilbering, Y., Kinniry, F.M., Dickson, J.M., *Scorecard: Exploring the ETF Share-Structure Debate*, The Vanguard Group, 2011

iShares, ETF Providers and Capital Gains: Not All ETFs Are Created Equal, 2018

Justice, P., Lee, S., E*TFs Under the Microscope: Tax efficiency Survey*, Morningstar, 2012

The Vanguard Group, *Vanguard's Multiple Share-Class Advantages*, 2018

L'auteur

Raymond Kerzérho MBA, CFA
Directeur de la recherche

PWL Capital inc.
www.pwlcapital.com/fr/profil/raymond-kerzerho
raymondk@pwlcapital.com

PWL

www.pwlcapital.com/fr

PWL Montréal
3400 de Maisonneuve O.
Bureau 1501
Montréal, Québec
H3Z 3B8

T 514.875.7566
1-800.875.7566
F 514.875.9611
montreal@pwlcapital.com
www.pwlcapital.com/fr/montreal

PWL Ottawa
265 Avenue Carling,
8e étage
Ottawa, Ontario
K1S 2E1

T 613.237.5544
1-800.230.5544
F 613.237.5949
ottawa@pwlcapital.com
www.pwlcapital.com/fr/ottawa

PWL Toronto
8, rue Wellington Est
3e étage
Toronto, Ontario
M5E 1C5

T 416.203.0067
1-866.242.0203
F 416.203.0544
toronto@pwlcapital.com
www.pwlcapital.com/fr/toronto

PWL Waterloo
20, rue Erb O.
Bureau 506
Waterloo, Ontario
N2L 1T2

T 519.880.0888
1-877.517.0888
F 519.880.9997
waterloo@pwlcapital.com
www.pwlcapital.com/fr/waterloo

Les services de gestion de portefeuille et de courtage sont offerts par **PWL Capital inc.** qui relève de l'*Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières du Canada* (OCRCVM) et est membre du *Fonds canadien de protection des épargnants* (FCPE).

La planification financière et les produits d'assurance sont offerts par **PWL Conseil inc**. qui est réglementé en Ontario par la *Commission des services financiers de l'Ontario* (CSFO) et au Québec par l'*Autorité des marchés financiers* (AMF). **PWL Conseil inc.** n'est pas membre du FCPE.

FCPE Fonds canadien de protection des épargnants MEMBRE

OCRCVM Réglementée par Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

GLOBAL ASSOCIATION of INDEPENDENT ADVISORS™