

2015-07-08

Attention aux obligations!

Devant le niveau élevé d'incertitudes concernant l'économie mondiale, les risques reliés aux actions et par mesure de diversification, plusieurs épargnants et investisseurs aiment se réfugier dans les obligations et autres types de revenu fixe. Devant la popularité de cette classe d'actif, j'ai pensé qu'il serait opportun de faire le point sur le sujet. Mais avant de commencer, il faudrait savoir ce qu'est au juste une obligation.

Qu'est-ce qu'une obligation?

Une obligation est simplement un titre de dette dans lequel l'émetteur (généralement un gouvernement ou une entreprise) s'engage à rembourser au détenteur (investisseur) le capital à l'échéance ainsi que les intérêts convenus tout au long de la durée du prêt. Advenant un non-respect de son « obligation », l'investisseur peut forcer l'émetteur à vendre ses actifs pour récupérer son capital. Afin de protéger son capital, l'investisseur a donc le devoir de s'assurer que l'émetteur a les reins assez solides pour respecter ses engagements.

Un certificat d'obligation comporte deux parties : le capital, qui représente le montant principal (valeur nominale), et les coupons d'intérêt. Les intérêts sont versés à dates fixes, habituellement aux 6 mois. Comme la plupart des obligations rapportent un revenu régulier d'intérêts, on les appelle communément des titres à revenu fixe.



Source : lapresse.ca

Autrefois, les obligations étaient sous forme papier : on recevait alors un certificat, une reconnaissance de dette, avec des coupons en papier à détacher sur le côté ou en dessous. Chaque 6 mois, on n'avait qu'à découper le coupon échu, et l'apporter à la banque. La banque les ramenait chez l'entreprise émettrice, qui donnait l'argent des intérêts à la banque, qui les redistribuait chez ses clients. De nos jours, c'est évidemment électronique. Par l'entremise de son courtier, on peut maintenant n'acheter qu'un seul coupon d'intérêt, communément appelé « coupon détaché », que l'on achète à escompte par rapport à sa valeur nominale.

Les obligations sont généralement émises par les gouvernements nationaux, provinciaux ou municipaux, de même que par des organismes gouvernementaux comme Hydro-Québec ou les CÉGEP par exemple, afin de financer leurs dépenses en matière d'infrastructures et de programmes sociaux.

Les entreprises ont également recours à cette forme de financement afin de prendre de l'expansion, acheter des équipements, etc. Certaines entreprises s'en servent pour profiter du levier financier. Lorsqu'une entreprise croit qu'elle peut générer un rendement plus élevé avec les liquidités qu'elle investit que ce qu'il lui en coûte pour emprunter, elle peut accroître le rendement des capitaux propres en empruntant de l'argent. Il est souvent plus rentable pour une entreprise d'emprunter sur les marchés que d'émettre de nouvelles actions. Émettre des actions a comme effet pervers de diluer les profits futurs de l'entreprise pour les actionnaires. De plus, les intérêts sont déductibles.

Il existe plusieurs types d'obligations. Il ne faut pas confondre les obligations négociables du gouvernement du Canada avec les Obligations d'épargne du Canada (OEC) qui ne sont pas transférables (immatriculées au nom du porteur), ni négociables (les prix ne fluctuent pas), mais remboursables en tout temps avant l'échéance.

Les obligations négociables sont souvent émises avec une échéance allant jusqu'à 30 ans. Pour ceux qui ne veulent pas conserver leur titre jusqu'à l'échéance, il existe un marché secondaire où des acheteurs et des vendeurs s'échangent ces titres à revenu fixe. Plus le terme est long avant l'échéance, plus les risques sont élevés. Les obligations sont garanties par l'émetteur. Encore faut-il s'assurer de la solidité de l'émetteur. Le rendement est garanti si vous conservez vos obligations jusqu'à l'échéance. Les obligations gouvernementales canadiennes ou provinciales ne sont en fait que des débentures ou une promesse de paiement, dans le sens où elles ne sont pas garanties par des biens matériels, mais uniquement par la réputation du crédit.

Les risques

Les obligations sont considérées par plusieurs investisseurs comme des placements sans risques, ce qui est totalement faux. **D'ailleurs aucun investissement n'est sans risque.** Cela est aussi vrai pour les actions, l'or, l'immobilier, les CPG ou les dépôts dans un compte bancaire que pour l'argent que vous cachez sous votre matelas.

Principales notations financières						Commentaire
Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		
Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long Terme	Court terme	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Qualité exceptionnelle. Sécurité maximale. <i>Prime.</i>
Aa1		AA+		AA+		Qualité supérieure. <i>High Grade.</i>
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	Bonne qualité. <i>Upper Medium Grade</i>
A2		A		A		
A3		A-		A-		
Baa1	P-3	BBB+	A-3	BBB+	F2	Qualité moyenne. <i>Lower Medium Grade. Investment Grade</i>
Baa2		BBB		BBB		
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Qualité passable. <i>Non-Investment Grade. Pacotille. High-Yield Bond. Junk Bond.</i>
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Qualité médiocre. Risque présent.
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa		CCC		CCC		
Ca	CC	CC	C	Spéculatif. Risque substantiel. En mauvaise condition.		
C	C	C		Très spéculatif. Risque élevé de défaut de paiement.		
	D	D	DDD	D	Extrêmement spéculatif. Peut-être déjà en défaut. Utilisé en cas de publication d'un avis de mise en faillite.	
						En défaut sur une ou plusieurs obligations.

Source : Wikipédia

Sans entrer dans les détails, les obligations comportent plusieurs risques. Le premier étant le **risque de crédit ou risque de non-paiement**. Le risque de crédit est le risque qu'un émetteur d'obligations manque à ses engagements, c'est-à-dire qu'il soit incapable de tenir sa promesse de verser le paiement des intérêts en temps voulu, ou de rembourser le principal à échéance. Plus le risque de non-paiement est élevé, plus le rendement offert par l'émetteur de l'obligation devrait être élevé pour compenser ce risque. Des agences de notations comme Moody's et Standard & Poor's tentent d'évaluer ce risque. Mais elles ne sont pas infaillibles. Avant de faire faillite, Enron avait une bonne note de crédit.

Les meilleures notes de crédits sont principalement détenues par les gouvernements, quoique certaines grandes entreprises américaines obtiennent la note parfaite d'AAA. Parce qu'ils ont les mains longues pour piger dans les poches des contribuables, les gouvernements sont rarement en défaut de paiement. Ils peuvent pratiquement toujours augmenter les impôts et les taxes. Ce n'est toutefois pas une garantie de succès et un pays peut également faire faillite. Chez-nous, les obligations du gouvernement fédéral sont moins risquées que les obligations provinciales, et les obligations provinciales sont moins risquées que les obligations municipales ou scolaires. Comme ces dernières sont plus risquées, le taux d'intérêt sera légèrement supérieur afin de compenser ce risque. Cependant, la plupart des provinces garantissent les obligations des villes, des commissions scolaires et des sociétés d'état.

Viennent ensuite les obligations et les débetures d'entreprises. Les obligations d'entreprises possédant un solide bilan financier obtiennent une meilleure note de crédit que celles qui sont lourdement endettées. S'il y a une détérioration dans l'évaluation de la solvabilité d'un émetteur, le prix de ses obligations baissera lui aussi. Cela pourra créer des pertes de capital significatives pour les porteurs d'obligations qui veulent vendre avant l'échéance.

Le risque le plus significatif couru par les porteurs d'obligations est ce que l'on appelle le **risque de marché ou de taux d'intérêt**. Le prix d'une obligation varie toujours dans le sens inverse d'un changement des taux d'intérêt.



Source : investor.gov

Si on conserve une obligation jusqu'à échéance, cela a moins d'importance ; mais si l'on doit ou veut vendre avant échéance, une baisse du prix signifiera une perte de capital. La valeur d'une obligation fluctue inversement à la direction des taux d'intérêt. Comme une balançoire à bascule, lorsque les taux baissent, la valeur de l'obligation grimpe. Et lorsque les taux grimpent, la valeur diminue. Cela se produit parce que les obligations existantes perdent de leur attrait lorsque les taux grimpent. Le détenteur devra offrir un escompte sur le prix de son obligation afin de trouver un acheteur.

Il y a aussi le **risque de durée**. Tout comme pour la balançoire à bascule, plus vous vous éloignez du centre, plus les fluctuations sont grandes. Il en va de même avec les obligations. Plus l'échéance est éloignée, plus la hausse ou la baisse de la valeur de l'obligation sera prononcée. Une obligation de 20 ans est plus risquée qu'une obligation de 5 ans de même qualité. Une obligation dont la durée (mesure de la volatilité) est de 20 ans subira une baisse de 20 % de sa valeur si les taux grimpent de 1 %.

Il y a ensuite le **risque de réinvestissement**. Rien ne garantit qu'un épargnant puisse réinvestir ses revenus d'intérêt provenant de ses coupons au même taux de rendement qu'au départ. Le retraité qui comptait sur un rendement de 5 % provenant de ses coupons d'intérêt depuis 10 ans, doit maintenant se contenter d'une obligation comportant un taux minuscule de 2 % pour les 10 prochaines années. Ce manque à gagner créera de fortes pressions sur son train de vie.

Comme les paiements d'intérêt sont fixes tout au long de la période de détention, une **hausse de l'inflation** viendrait réduire davantage le pouvoir d'achat de l'épargnant. Ceux qui achètent des obligations du Canada offrant un rendement avant impôt de 1,8 % sur 10 ans alors que l'inflation tourne autour de 2 % sont assurés de s'appauvrir. Les obligations présentent aussi un **risque de liquidité** pour les acheteurs qui n'ont pas l'intention de conserver leur obligation jusqu'à l'échéance. Il pourrait être difficile de trouver rapidement un acheteur.

Enfin, comme pour tout investissement, il y a les **risques politiques** ou **juridiques**, les **risques de devises** et les **risques liés aux forces majeures**, telles que les catastrophes naturelles ou industrielles dont l'émetteur n'a aucun contrôle, de même que les changements majeurs dans la structure d'une entreprise (rachat, restructuration, etc.). Ces événements peuvent affecter la capacité de l'émetteur à tenir ses engagements. Mais selon moi, **le plus grand risque est celui de ne pas atteindre ses objectifs**. J'y reviens plus bas.

La place des obligations dans un portefeuille

Lorsque l'épargnant a des sommes à investir, deux choix s'offrent à lui : prêter ou devenir propriétaire. Prêter son argent comporte généralement moins de risques, mais les rendements vont de pair. Lorsqu'on décide de devenir propriétaire d'un immeuble ou d'une portion d'entreprise, les risques sont plus grands, mais, généralement, la récompense aussi.

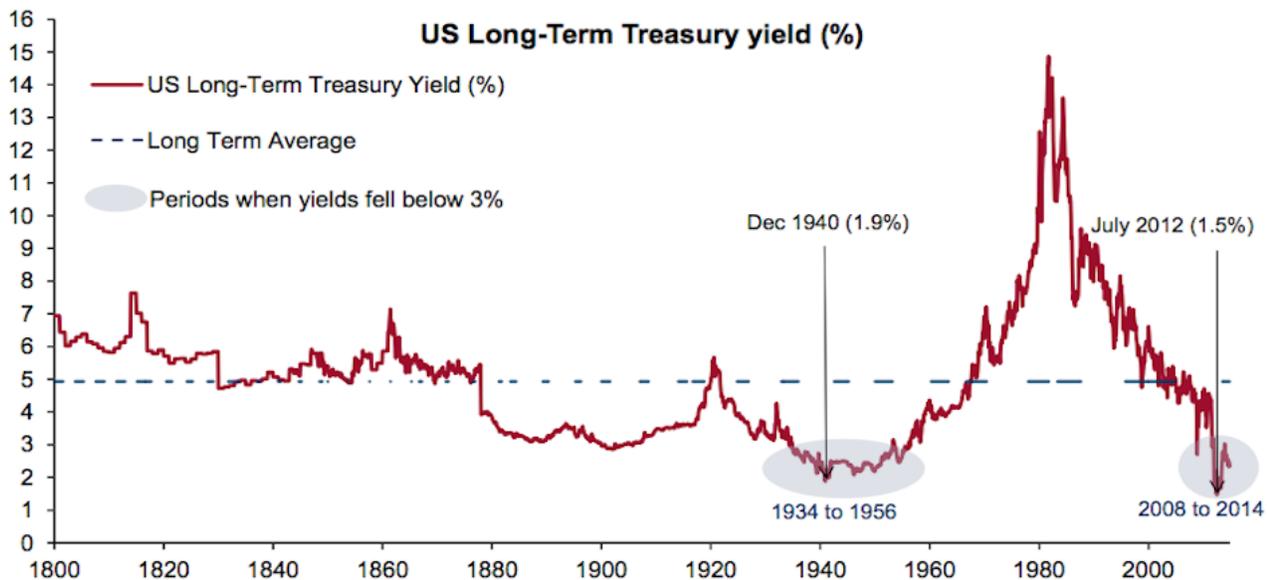
Lequel choisir? Tout dépend de vos objectifs, votre tolérance aux fluctuations et de votre horizon de placement. À court terme, les actions sont nettement plus volatiles que les obligations, et par conséquent les actions sont plus risquées. Mais à long terme, la volatilité des rendements des actions s'amenuise, si bien qu'après 20 ans, les actions deviennent moins risquées que les obligations.

Pour quelqu'un dont l'horizon de placement est court, pour acheter une maison ou un véhicule par exemple, les obligations (court ou moyen terme) ou autres titres à revenu fixe sont à privilégier. Ceux-ci devraient représenter la majeure partie, sinon la totalité, de la valeur du portefeuille. Seuls les investisseurs ayant un horizon de placement supérieur à 5 ans devraient regarder du côté des actions. C'est le cas de la majorité de ceux qui investissent en vue de préparer leur retraite ou tout autre objectif à long terme.

Outre les besoins de court terme, les obligations ont leur place dans les portefeuilles des investisseurs qui ont une faible tolérance à la volatilité. En effet, **les titres de revenu fixe réduisent la volatilité** des portefeuilles. Généralement, lorsque la bourse baisse, la valeur des obligations grimpe et vice-versa. Détenir une composante obligataire peut être un investissement judicieux pour **protéger le capital** d'un portefeuille lorsque la Bourse est dispendieuse et les investisseurs euphoriques, ce qui n'est le cas en ce moment.

Les obligations sont présentement risquées

Je m'adresse ici aux investisseurs ayant un horizon de placement à long terme. Comme les taux d'intérêt sont présentement déjà au plancher, ils peuvent difficilement descendre plus bas. C'est donc dire que les possibilités de gain en capital sont de plus en plus minces avec les obligations. Ce qui veut dire qu'un détenteur d'obligations devra probablement se satisfaire du rendement offert par le coupon d'intérêt, et ce pendant toute la durée de détention. Autrement dit, le gain potentiel maximal d'une obligation de 5 ans comportant un coupon de 1 % sera de 1 % par année. Le détenteur d'une obligation de 10 ans à 2 % obtiendra un maximum de 2 % par année. On est loin des rendements qui engendrent la richesse!



Source : thisisego.com

Historiquement, le rendement des bons du trésor américain de 10 ans tourne autour de 5 %. Le pic de 1980 est une anomalie causée en bonne partie par les baby-boomers et qui a peu de chance de se répéter dans le futur. En effet, lorsque les gens de la plus grande cohorte, alors dans la vingtaine, décident en même temps de s'acheter des meubles, une automobile puis une maison, cela crée de fortes pressions inflationnistes et, par conséquent, sur les taux d'intérêt lorsque le moment était venu de ralentir l'économie en pleine ébullition.

Afin de compenser la faiblesse des rendements offerts, plusieurs épargnants en quête de revenus allongent l'échéance moyenne de leur composante obligataire, en achetant par exemple des obligations de 10 ans et plus, ou réduisent la qualité de leur portefeuille d'obligations en achetant des obligations dont la note de crédit est plus basse. Ce faisant, ils augmentent considérablement leur risque de perdre de l'argent.

Le risque d'une hausse de taux d'intérêt est présent, aussi petite soit-elle. Comme l'économie est de nature cyclique, elle ne sera pas toujours au ralenti. Le gouvernement n'aura pas toujours le pied sur l'accélérateur! Dès que des signes évidents qu'une croissance solide du cycle économique actuel apparaîtront, la Banque du Canada relèvera progressivement le pied de sur l'accélérateur, ce qui fera grimper les taux d'intérêt à un niveau « normal ». Cette normalisation des taux est sur le point de débiter aux États-Unis, où l'économie est en phase d'expansion. Chaque petite hausse de taux fera baisser la valeur des obligations.

Les détenteurs d'obligations feront alors face à une baisse de la valeur de leurs obligations conjuguée avec un rendement d'intérêt minable. Autrement dit, ils risquent d'obtenir des rendements négatifs, en plus de la perte de leur pouvoir d'achat au cours de cette période. Bien sûr, cette perte de la valeur de l'obligation n'est qu'une perte sur papier pour quelqu'un qui compte conserver son obligation jusqu'à l'échéance. Par contre, la perte du pouvoir d'achat est bel et bien réelle, surtout lorsqu'on tient compte des impôts à payer sur le maigre rendement d'intérêt.

Je ne pense pas que tous les épargnants qui détiennent des obligations directement ou indirectement, via des fonds communs d'obligations ou des fonds équilibrés, se doutent des risques qui leur pendent au bout du nez. Ils achètent des obligations et des certificats de placement garanti (CPG) parce qu'ils jugent les actions trop risquées.

Or, pour un investisseur à long terme, la classe d'actif jugée sécuritaire (revenu fixe) est plus risquée que celle qui est considérée risquée (les actions)! L'investisseur risque de ne pas atteindre ses objectifs à long terme.

Tolérance aux risques ou tolérance aux fluctuations?

Tous les investisseurs rêvent de pouvoir obtenir un rendement très élevé sans aucun risque. Cela est impossible. Mais on peut choisir des placements qui maximisent le rendement tout en limitant les risques. Je ne connais personne qui aime perdre de l'argent. Est-ce que cela signifie qu'on devrait éviter d'investir dans des actions? Bien sûr que non. Pour mieux répondre à cette question importante, il faudrait redéfinir le mot « risque » en y faisant une distinction entre la volatilité, qui n'est qu'une perte temporaire, et le véritable risque qui est la perte permanente du capital investi, ce que tout investisseur cherche à éviter. En fait, la volatilité est l'ami de l'investisseur car elle lui permet d'acheter à prix d'aubaine des excellentes entreprises.

« Le risque, c'est quand vous ne savez pas ce que vous faites. »

Warren Buffett

Généralement, un portefeuille bien diversifié devrait détenir une composante action, une composante obligation et des liquidités. Mais c'est loin d'être la meilleure façon de s'enrichir! Bien sûr, si vos connaissances en matière d'investissement sont faibles, n'hésitez pas à diversifier votre portefeuille avec ces 3 classes d'actif. C'est la meilleure façon de vous protéger. Mais votre rendement global à long terme sera beaucoup moins élevé. Vous devrez donc réduire vos attentes.

Pour s'enrichir, il faut chercher à obtenir le meilleur rendement possible, après impôts et inflation. Il faut rechercher la classe d'actif qui offre les meilleures perspectives d'enrichissement à long terme et concentrer son capital dans cette classe d'investissement. Autrement dit, il faut mettre tous ses œufs dans le même panier et le surveiller attentivement. Rien ne sert d'avoir ses œufs dans plusieurs paniers si ceux-ci sont percés! La règle du pouce, qui consiste à détenir autant d'obligations que votre âge, est tout simplement désuète selon moi. **Les obligations n'offrent plus les rendements intéressants d'autrefois.** Lorsque j'ai commencé à investir, il était possible d'acheter des Obligations d'épargne du Canada qui donnaient des rendements de 10 % par année, alors qu'elles ne versent qu'un rendement minable de 0,50 % cette année. J'ai même déjà acheté un CPG d'un an à 12,75 %! C'était en 1990. En 1995, j'ai acheté une obligation de la province de Québec dont le rendement était de 9,7 % et dont l'échéance était dans 16 ans! Le bon vieux temps!

Un portefeuille équilibré, comprenant des actions et des obligations, avait du sens à l'époque. Mais avec les taux d'intérêt minuscules d'aujourd'hui, les obligations n'enrichissent plus personne. Au contraire, avec des rendements inférieurs à l'augmentation du coût de la vie, on parle plutôt d'appauvrissement garanti! Sans compter les risques de perte en capital qu'engendrerait une augmentation des taux d'intérêt, aussi petite soit-elle.

Le prix à payer

Le seul côté positif des titres à revenu fixe est qu'ils réduisent la volatilité d'un portefeuille. Mais cette tranquillité d'esprit à court terme coûte très cher à l'investisseur à long terme. En effet, le rendement moyen de son portefeuille sera fortement réduit. Plus il détient d'obligations, plus il perdra de l'argent. Rien de mieux qu'un exemple pour bien comprendre.

Monsieur Bond possède un portefeuille sécuritaire de 100 000\$ composé entièrement d'obligations de grande qualité. Son rendement moyen potentiel est actuellement de 2 %. Dans 20 ans, son portefeuille atteindra 148 595\$.

Madame Balance possède un portefeuille équilibré de 100 000\$ composé de 50 % d'obligations et de 50% d'actions. Comme le rendement potentiel des actions à long terme¹ est de 10 % (basé sur rendement historique 1926-2001, dividendes inclus) et que celui de ses obligations est de 2 %, son portefeuille enregistrera un rendement moyen de 6 % par année. Dans 20 ans elle aura accumulé 320 714\$.

¹Stocks for the long run, 3e édition, Jeremy Siegel. Orientationfinance.com William André Nadeau 2009-01.

Monsieur Boursier possède, quant à lui, un portefeuille identique mais composé uniquement d'actions. Son rendement moyen composé, incluant le réinvestissement des dividendes, pourrait faire croître son portefeuille à 672 750\$ dans 20 ans.

En investissant seulement dans des obligations, Monsieur Bond a laissé sur la table plus de 50 % de son rendement par rapport à madame Balance. Et celle-ci a également 50 % moins d'argent pour sa retraite que monsieur Boursier. Bien sûr, M. Boursier a dû vivre avec un portefeuille plus volatil que les autres et avec un rendement non-garanti. Mais c'est le résultat final qui compte! **M. Boursier jouira d'une bien plus belle qualité de vie à sa retraite.**

Avec un rendement moyen plus faible de seulement 4 %, vous vous apprêtez à perdre plus de 50 % de votre argent en seulement 20 ans en optant pour un portefeuille comportant 50 % d'obligations. Sur une période de 30 ans, c'est encore pire : vous laisserez 67 % de gain potentiel sur la table. Vous aurez 574 349\$ au lieu de 1 744 940\$, soit 1 170 591\$ de moins! Atteindrez-vous vos objectifs à la retraite avec un tel rendement affaibli? Si oui, tant mieux. Vous pourrez ainsi jouir d'un portefeuille moins volatil que les autres.

Pour la majorité des gens, **il est préférable de détenir une forte composante en actions dans son portefeuille d'investissement à long terme.** Cela veut dire d'accepter de vivre avec plus de volatilité à court terme. C'est le prix à payer pour obtenir un rendement décent à long terme. Je suis très conscient que c'est plus facile à dire qu'à faire. La peur et l'avidité sont les pires conseillères. Curieusement, **la Bourse est la seule place au monde où les gens fuient les spéciaux!**

Une petite composante d'obligations devrait suffire à redonner le sommeil à certains investisseurs plus nerveux, quitte à perdre un peu de rendement à long terme, tout en leur permettant de pouvoir profiter des aubaines lorsqu'elles se présentent. Tout comme en ce moment!

Conclusion

Les obligations sont présentement risquées. Les taux d'intérêt en baisse depuis presque 35 ans ont atteint un niveau historiquement bas et peuvent difficilement baisser davantage. Le rendement après impôt des obligations est inférieur à l'augmentation du coût de la vie. On parle d'appauvrissement garanti pour les détenteurs! Les risques d'une hausse des taux d'intérêt à moyen terme sont élevés. Lorsque les taux grimperont, la valeur des obligations baissera et les épargnants subiront une perte en capital en plus de la perte de leur pouvoir d'achat.

Pour quelqu'un dont l'objectif principal est de s'enrichir à long terme, **les obligations ne représentent pas une alternative d'investissement intéressante en ce moment.** C'est avec un portefeuille concentré d'entreprises extraordinaires qu'on obtient un rendement extraordinaire à long terme. Pas avec des obligations dont le rendement potentiel après impôt est inférieur au taux d'inflation!

Rien n'oblige un investisseur à détenir toutes les classes d'actif dans son portefeuille, même si cela en réduit la volatilité, ou le risque systématique relié aux actions. Âgé de 84 ans, Warren Buffett (le meilleur investisseur au monde) a 98 % de son portefeuille² composé d'actions d'une seule compagnie, Berkshire Hathaway. Tout dépend de votre tolérance à la volatilité et de vos objectifs. Mais il est important de bien dormir la nuit, même si cela signifie obtenir un rendement médiocre à long terme.

Vivre avec la volatilité est le prix à payer pour obtenir des rendements intéressants à long terme. Les investisseurs à long terme qui privilégient l'achat et la détention d'actions d'excellentes entreprises doivent donc accepter de vivre avec un portefeuille plus volatil à court terme. Car quand la Bourse baisse fortement, même les meilleures entreprises baissent. Par contre, quand la Bourse remonte, les meilleures entreprises remontent plus rapidement et plus haut que les autres.

² Rapport annuel 2014 Berkshire Hathaway, page 117

Il est utile de savoir que les marchés baissiers ne sont pas éternels et que la baisse historique moyenne³ est de 30 %. La Bourse a le don de rebondir de façon surprenante et de récupérer ses pertes dans un délai relativement court, soit 2 ans en moyenne. La Bourse, à court terme, est malheureusement imprévisible.

C'est avec un portefeuille concentré d'entreprises extraordinaires détenues à long terme qu'on obtient un rendement extraordinaire à long terme.

Michel Gauthier

Conseiller en placement
Financière Banque Nationale

«J'ai rédigé le présent commentaire afin de vous donner mon avis sur différentes solutions et considérations en matière d'investissement susceptibles d'être pertinentes pour votre portefeuille de placements. **Ce commentaire reflète uniquement mes opinions et peut ne pas refléter celles de Banque Nationale Groupe financier.** En exprimant ces opinions, je m'efforce d'appliquer au mieux mon jugement et mon expérience professionnelle du point de vue d'une personne appelée à suivre un vaste éventail de placements. Par conséquent, le présent rapport représente mon opinion éclairée et non une analyse de recherche produite par le Service de recherche de la Financière Banque Nationale.»
La Financière Banque Nationale est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA : TSX).
Financière Banque Nationale est membre du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE).

³ PWL Capital, Ibbotson Associates