

## **Avis 23-303 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières**

### **Le point sur le Document de réflexion 23-402 *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages***

#### **Introduction**

Le 4 février 2005, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), la British Columbia Securities Commission (BCSC), l'Alberta Securities Commission (ASC), la Commission des valeurs mobilières du Manitoba (CVMM) et l'Autorité des marchés financiers (« l'Autorité ») ont publié pour consultation le Document de réflexion 23-402 *La meilleure exécution et les accords de paiement indirects au moyen des courtages*.

Le document de réflexion visait à exposer un certain nombre de questions liées à la meilleure exécution et aux accords de paiement indirect au moyen des courtages pour les analyser et recueillir des réactions. Nous y indiquions que nous verrions quelles mesures il y aurait lieu de prendre, le cas échéant, en fonction des résultats de la consultation.

Le présent avis fait le point sur le document de réflexion, les commentaires reçus et les derniers développements. Il traite également des prochaines étapes.

#### **Commentaires reçus**

La période de consultation sur le document de réflexion a pris fin le 6 mai 2005. Nous avons reçu 28 mémoires. L'Annexe A contient un résumé des commentaires. Nous remercions les intervenants d'avoir pris le temps d'étudier le document de réflexion.

Pour passer aux prochaines étapes, nous avons réparti les questions et les commentaires dans quatre domaines principaux :

##### **1. Définition de la meilleure exécution et obligations actuelles**

Dans le document de réflexion, nous avons fait état de l'opinion généralement répandue selon laquelle il n'existe pas de définition simple et purement objective de la meilleure exécution. La difficulté d'une définition réside en ceci qu'il faut considérer de nombreux facteurs pour déterminer ce qui constitue la meilleure exécution dans une situation donnée. On a souvent ramené la meilleure exécution à l'obtention du meilleur prix, mais récemment on l'a définie comme un processus plutôt que le résultat déterminé d'une opération. Nous avons proposé certains éléments clés de la meilleure exécution sur lesquels il existe un consensus : le prix, la vitesse d'exécution, la certitude d'exécution et le coût total de transaction. Enfin, nous avons abordé la question de la mesure, car c'est un élément crucial de toute analyse de la meilleure exécution.

Nombre d'intervenants ont fait valoir que les obligations de meilleure exécution prévues actuellement par la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* et les Règles universelles d'intégrité du marché sont trop étroites parce qu'elles se limitent à l'obtention du meilleur prix, alors que la meilleure exécution est un processus qui comporte de nombreux éléments. En règle générale, les intervenants étaient d'accord sur les principaux éléments relevés dans le document de réflexion. Aucun consensus ne s'est dégagé sur la mesure de la qualité de l'exécution, mais certains intervenants estimaient que, si l'information sur la piste de vérification n'est pas aisément accessible, il est difficile de mesurer la qualité.

## 2. Marché hors cote

Nous avons soulevé des questions sur différents types de marché. En ce qui concerne le marché hors cote, nous avons fait valoir que le manque de transparence complique généralement l'appréciation de la qualité d'exécution. Nous avons demandé si les courtiers et les conseillers devraient être tenus d'obtenir des prix multiples (lorsque c'est possible) pour un titre donné en vue d'assurer le meilleur prix au client. Nous avons également demandé s'il conviendrait d'adopter une règle sur les majorations qui interdirait aux courtiers de vendre des titres avec une majoration excessive.

La plupart des intervenants ont fait valoir que, vu la taille du marché hors cote au Canada, il n'était pas nécessaire d'imposer l'obligation d'obtenir des prix multiples. En ce qui concerne la règle sur les majorations, la plupart des intervenants étaient favorables au principe, et certains d'entre eux estimaient qu'une telle règle était peut-être nécessaire dans le commerce de détail pour protéger les investisseurs inexpérimentés.

Les intervenants ont soulevé d'autres questions propres au marché des instruments à taux fixe, comme l'absence de règles claires sur la meilleure exécution et le manque de transparence qui rend difficile l'évaluation de la meilleure exécution.

## 3. Accords de paiement indirect au moyen des courtages

Le document de réflexion soulevait plusieurs questions relativement aux accords de paiement indirect au moyen des courtages. Il mentionnait l'Instruction générale Q-20, *L'emploi du courtage sur les titres gérés* de l'Autorité et la *Policy 1.9 Use by dealers of brokerage commissions as payment for goods or services other than order execution services* de la CVMO, qui définissent les pratiques permises en ce qui concerne l'emploi des courtages pour le paiement de produits ou services autres que l'exécution d'ordres. Ces textes disposent que le courtage ne peut être employé pour le paiement de « biens et services » autres que des « services d'exécution d'ordres » ou des « services reliés à la prise de décision d'investissement ». Nous avons demandé des commentaires sur un certain nombre de points, notamment la gammes des services permis et la nécessité d'exiger d'autres informations.

La plupart des intervenants estimaient qu'il fallait accroître la transparence des « services reliés à la prise de décision d'investissement » et des « services d'exécution d'ordres », et qu'il était nécessaire d'exiger d'autres informations. La presque totalité des intervenants ont également fait remarquer que les obligations d'information devraient être les mêmes pour les arrangements avec

les tiers et les conventions de services groupés. En ce qui concerne le traitement comptable, la majorité des intervenants estimaient qu'il ne fallait pas comptabiliser le courtage comme une charge d'exploitation dans les états financiers, et que, même s'il est possible de séparer les éléments « exécution d'ordres » et « services reliés à la prise de décision d'investissement » des courtages, le traitement comptable de ces éléments devrait être cohérent.

#### 4. Courtage dirigé et rétrocession de courtages

Le document de réflexion traitait également du courtage dirigé et de la rétrocession de courtages. Le courtage dirigé est une pratique des conseillers consistant à employer le courtage comme incitation pour obtenir des courtiers un type quelconque de traitement préférentiel. Un type de courtage dirigé, celui dans lequel les opérations d'un organisme de placement collectif sont acheminées chez un courtier à titre d'incitation ou de rémunération pour le placement par le courtier de titres de l'organisme de placement collectif, est interdit par le Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif. Les accords de rétrocession de courtages permettent aux investisseurs institutionnels de suivre le montant des courtages payés et, le cas échéant, de recouvrer certaines sommes. Nous avons demandé si ces arrangements devraient être limités ou interdits et s'il devrait y avoir des informations à divulguer à leur sujet. Certains intervenants ont exprimé des réserves au sujet des accords de courtage dirigé (qui ne sont pas encore interdits) et de la rétrocession de courtages, mais la plupart d'entre eux estimaient qu'il convenait de divulguer des informations complètes sur ces arrangements.

### **Derniers développements**

#### *Royaume-Uni*

Depuis la publication du document de réflexion, certains pays ont connu des développements. En mars 2005, la Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni a publié un projet de règles sur les paiements indirects au moyen de courtages et les services de courtage groupés. Les règles finales ont été publiées en juillet 2005 et entreront en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2006 (il y a une période de transition pendant laquelle les sociétés peuvent continuer à suivre les règles actuelles jusqu'à l'expiration des accords de paiements indirects au moyen des courtages en vigueur ou jusqu'au 30 juin 2006, selon l'échéance la plus rapprochée). De manière générale, les règles, ainsi que les projets pilotés par le secteur, limiteront l'utilisation, par les gestionnaires de portefeuille, des courtages pour des services d'« exécution » et de « recherche », et elles les obligeront à indiquer en détail à leurs clients comment les courtages ont été dépensés et quels services ils ont permis d'acheter.

#### *États-Unis*

En octobre 2005, la Securities and Exchange Commission (SEC) a publié aux fins de consultation des lignes directrices sur l'utilisation des courtages par les gestionnaires de portefeuille pour payer les services de courtage et de recherche en vertu du paragraphe 28(e) du *Securities Exchange Act of 1934*. Les lignes directrices visent à clarifier la signification de l'expression « services de courtage et de recherche ».

## **Prochaines étapes**

Nous poursuivons dans les quatre domaines susmentionnés – définition de la meilleure exécution et obligations actuelles, accords de paiement indirect au moyen des courtages, marché hors cote, courtage dirigé et rétrocession de courtages – en fonction des commentaires reçus pendant la période de consultation. Nous évaluons les obligations actuelles et déterminons s’il convient d’y apporter des modifications. Les modifications éventuelles feront l’objet d’une consultation publique.

Nous envisageons de publier des projets de modifications de la définition de la meilleure exécution et de nouvelles règles relatives aux accords de paiement indirect au moyen des courtages pendant le premier trimestre 2006.

## **Questions**

Pour toute question, prière de vous adresser aux personnes suivantes :

Serge Boisvert  
Autorité des marchés financiers  
(514) 395-0558, poste 4358

Susan Greenglass  
Commission des valeurs mobilières de  
l’Ontario  
(416) 593-8140

Cindy Petlock  
Commission des valeurs mobilières de  
l’Ontario  
(416) 593-2351

Ruxandra Smith  
Commission des valeurs mobilières de  
l’Ontario  
(416) 593-2317

Tony Wong  
British Columbia Securities Commission  
(604) 899-6764

Ian Kerr  
Alberta Securities Commission  
(403) 297-4225

Doug Brown  
Commission des valeurs mobilières du  
Manitoba  
(204) 945-0605

**Annexe A**  
**Document de réflexion 23-402 La meilleure exécution et les accords**  
**de paiement indirect au moyen des courtages**  
**Résumé des commentaires**

**I. Réponses aux questions**

**Question 1 : Quelles modifications des obligations actuelles pourraient contribuer à assurer la meilleure exécution? Estimez-vous que les clients sont conscients de leur rôle en ce qui concerne la meilleure exécution? L'éducation des investisseurs serait-elle utile à cet égard?**

Certains intervenants croient que les obligations actuelles sont suffisantes et assurent la structure nécessaire qui permet à tous les participants de disposer d'un cadre constant et fiable en vue de la meilleure exécution. D'autres intervenants, toutefois, sont d'avis que les obligations actuelles sont trop étroites puisqu'elles sont axées sur le « meilleur prix » et que le prix ne constitue qu'un des éléments de la qualité de l'exécution

Certains intervenants estimaient que les ACVM devraient définir les rôles et responsabilités des participants responsables de la meilleure exécution. Un intervenant a observé qu'il serait utile que les participants au marché disposent de définitions harmonisées des éléments constituant la meilleure exécution ainsi que de directives sur la manière de mesurer et de surveiller chaque élément.

Un intervenant a observé que les investisseurs sur les marchés des titres de participation comprennent plus facilement l'application des obligations actuelles à l'égard de la meilleure exécution; toutefois, sur les marchés des titres à revenu fixe, l'application de la notion de meilleure exécution est large et très souvent fonction du rôle de l'investisseur dans le cadre d'une opération. Un autre intervenant a observé que la meilleure exécution devrait s'appliquer aux marchés secondaires des titres d'emprunt et pourrait également convenir aux marchés des nouvelles émissions (par exemple, le traitement inégal dans le cadre de la répartition des nouvelles émissions ne devrait pas être acceptable). Il se préoccupait de l'absence de règles claires et précises de l'ACCOVAM pour le marché des titres d'emprunt non cotés. Il estimait que les ACVM ou l'ACCOVAM devraient adopter des règles claires sur la meilleure exécution pour le marché des titres à revenu fixe, qui établissent clairement qu'elles s'appliquent aux opérations pour compte propre ainsi qu'aux opérations effectuées en qualité de mandataire, et qu'il faudrait passer en revue tous les prix et toutes les offres sur les SNP qui proposent un marché de titres à revenu fixe avant de se porter contrepartie de clients.

Un intervenant a observé qu'il semble exister une hypothèse que les ordres sont facilités d'une certaine façon par un courtier; toutefois, l'importance croissante des systèmes d'accès direct au marché devrait être également reconnue. Il est très important de connaître l'identité de la personne qui donne l'ordre lorsque l'on décide quelles mesures de réglementation il faut envisager. Quelles que soient les modifications réglementaires envisagées pour ce qui est de la meilleure exécution, les ACVM devraient s'assurer de tenir compte de l'évolution des marchés et des différents rôles qui existent dans différentes structures de marché. Plusieurs intervenants ont

mis l'accent sur le fait que la meilleure exécution est un processus qui fait intervenir plusieurs éléments.

La plupart des intervenants estimaient que l'éducation des investisseurs serait très utile. Quelques intervenants étaient d'avis contraire.

**Question 2 : Devrait-il y avoir des règles plus normatives que les règles actuelles pour la meilleure exécution ou les méthodes à suivre pour s'acquitter de l'obligation d'obtenir la meilleure exécution doivent-elles être laissées à la discrétion des personnes inscrites?**

La majorité des intervenants s'entendaient pour dire qu'il ne devrait pas y avoir de règles plus normatives mais que le suivi de la meilleure exécution devrait se faire au moyen de processus internes. Un intervenant a observé que les règles normatives, même si elles pouvaient être souhaitables, ne pourraient être appliquées facilement puisque les éléments de la meilleure exécution varient d'un ordre à l'autre et dépendent de la conjoncture du marché au moment où l'ordre est donné, compte tenu des besoins et objectifs du client. Un intervenant ne s'opposait pas à des règles plus normatives mais craignait qu'elles ne soient définies de façon trop étroite, et il a souligné la nécessité qu'elles visent à assurer que des renseignements sont disponibles et que des processus sont instaurés afin de prouver la meilleure exécution dans tous les cas. Un autre intervenant a suggéré que l'obligation qui incombe au conseiller d'instaurer des processus en vue de la meilleure exécution devrait être formulée dans une règle fondée sur des « principes », de sorte que chaque conseiller puisse l'adapter aux activités pertinentes. L'intervenant a également observé que les marchés devraient être tenus d'établir et d'appliquer des politiques et procédures visant à assurer qu'ils favorisent le processus et ne l'entravent pas.

Un intervenant a observé qu'il serait impossible pour un marché de prendre en charge le fardeau de la meilleure exécution, qui comporte le choix du lieu d'exécution ainsi qu'une évaluation des possibilités d'opérations sur plusieurs marchés.

**Question 3 : Estimez-vous qu'il y a d'autres éléments de la meilleure exécution qui doivent être pris en compte? Si oui, veuillez les décrire.**

De nombreux intervenants estimaient que les éléments principaux de la meilleure exécution avaient été cernés. Certains intervenants ont proposé de prendre en compte les éléments suivants : les instructions du client, la liquidité – l'incidence sur le marché, la disposition à devenir contrepartie, la taille de l'ordre, le règlement, la profondeur du marché à l'égard d'un titre, la qualité et la fiabilité des cotations de prix, les accords de paiement indirect au moyen des courtages, les mouvements défavorables des cours, le risque.

Certains intervenants ont souligné que la meilleure exécution vise plus que l'obtention du meilleur prix et devrait être perçue comme l'issue d'un processus et non comme une norme inconditionnelle devant être mise en œuvre dans chaque opération.

Un intervenant a observé qu'il importait de discuter des obstacles à la meilleure exécution, qui peuvent être minimes pour les petits ordres mais importants pour les investisseurs institutionnels qui doivent exécuter des ordres de taille plus importante que la meilleure offre d'achat ou la

meilleure offre de vente (p. ex., règle sur transactions hors cours, différentes microstructures de marché et règles relatives aux dérivés).

Un intervenant a observé que la définition de la meilleure exécution devrait être harmonisée, dans la mesure du possible, avec les définitions adoptées ou en voie d'élaboration dans d'autres pays.

**Question 4 : Si les renseignements sur la piste de vérification ne sont pas sous une forme électronique facilement accessible, comment sont-ils utilisés pour mesurer la qualité d'exécution? Y a-t-il d'autres renseignements qui soient utiles pour mesurer la qualité d'exécution?**

Certains intervenants estimaient que, si les renseignements sur la piste de vérification n'étaient pas sous une forme électronique facilement accessible, il était difficile de mesurer la qualité d'exécution. Certains intervenants ont observé que, même s'ils étaient facilement accessibles, les renseignements sur la piste de vérification ne rendraient pas compte de tous les aspects nécessaires pour mesurer la meilleure exécution. Certains intervenants jugeaient essentiel que les renseignements sur la piste de vérification existent sous une forme facilement accessible. Un intervenant a observé qu'un système électronique de piste de vérification ou un système manuel suffisait à mesurer la qualité d'exécution s'il produisait les renseignements de vérification nécessaires. Certains intervenants ont observé qu'il est possible d'analyser la qualité de l'exécution en fonction de renseignements qui n'existent pas sur support électronique mais ils ont souligné que la transparence des renseignements constituait un problème. Certains intervenants estimaient qu'il ne fallait pas imposer une norme sectorielle à chaque organisation pour mesurer la qualité d'exécution.

Certains intervenants ont suggéré d'autres renseignements utiles pour mesurer la qualité d'exécution, soit le cours de clôture du marché et le rendement global du titre au cours de la période de cotations, le « manque à gagner lors de l'exécution » (soit la différence entre le coût d'exécution attendu et le coût d'exécution réel). Il a été observé que les services d'« analyse » disponibles sur certains marchés plus importants que les marchés canadiens ne peuvent être réalisés au Canada en raison de l'ampleur et de la profondeur limitées du marché. Un intervenant a fait valoir que des travaux de vérification périodiques effectués par des vérificateurs imposés par la loi ainsi que le personnel de vérification interne devraient être utilisés en vue de garantir l'efficacité des opérations.

**Question 5 : Pensez-vous que la description proposée, axée sur l'obligation d'instaurer un processus visant le meilleur résultat net pour le client, est appropriée et assez claire? Dans la négative, avez-vous une autre description à proposer?**

Cinq intervenants étaient, en règle générale, d'accord avec la description proposée de la meilleure exécution. Un intervenant estimait que le processus qui consistait à tenter « d'atteindre ce meilleur résultat net et pas nécessairement en respectant une norme absolue » était convenable. Un intervenant était d'accord sur la définition mais a proposé de préciser le sens de l'expression « meilleur résultat net ». Un intervenant a observé que la description proposée était convenable dans la mesure où elle mettait l'accent sur le processus, et il estimait que la précision

explicite de certains éléments déterminés ajoutait de la clarté. Il a également recommandé d'inclure tout autre facteur important et pertinent dans la définition aux fins de clarté.

Deux intervenants étaient préoccupés par la phrase « en fonction des objectifs de placement indiqués par le client » et estimaient que cela pourrait faire évoluer la notion de meilleure exécution de l'exécution efficace d'une opération à l'évaluation du bien-fondé de l'opération par rapport aux objectifs de placement indiqués.

Un intervenant estimait que les ACVM devraient clairement établir l'obligation de meilleure exécution comme étant l'obligation principale à laquelle sont subordonnées toutes les autres obligations (meilleur prix, obligation envers le marché, transactions hors cours). Il a été observé qu'en pratique cela pourrait se faire en accordant aux établissements la faculté de retrait à l'égard des obligations d'obtenir le meilleur prix ou de ne pas réaliser des transactions hors cours. Un autre intervenant a observé que les ACVM devraient fournir des précisions supplémentaires sur l'application des obligations de meilleure exécution dans les cas où ces obligations entrent en conflit avec d'autres obligations réglementaires, par exemple les obligations de ne pas réaliser des transactions hors cours.

Quelques intervenants estimaient que la définition devrait être axée sur la meilleure exécution en tant que processus. Un intervenant a observé que la description proposée impliquait que la meilleure exécution était le résultat d'un processus.

Un intervenant a proposé la définition suivante : « un processus qui donne lieu au coût de transaction global le moins élevé pour le client ». Un autre a déclaré que la définition figurant dans les lignes directrices du CFA Institute, selon laquelle la meilleure exécution est un processus de négociation que suivent les sociétés de gestion pour chercher à maximiser la valeur du portefeuille du client en fonction de ses objectifs de placement et des contraintes qu'il a définies, était plus avantageuse, notamment en raison du fait que des règles harmonisées seraient souhaitables. Il a également observé qu'elle insiste davantage sur le processus parce qu'elle comprend le processus de prise de décision en matière de placement. Un intervenant a suggéré que la définition de la SEC, qui prévoit que « le gestionnaire de portefeuille doit exécuter les opérations sur titres pour des clients de sorte que le coût ou le produit global du client dans le cadre de chaque opération soit le plus favorable dans les circonstances », énonce l'obligation tant du gestionnaire de portefeuille que du courtier. Il a également été observé qu'en l'absence d'une définition distincte de la meilleure exécution, il serait impossible pour les sociétés de gestion ou les clients de fonds et les autorités de réglementation d'établir l'existence d'abus.

Un intervenant estimait que le rôle de l'autorité de réglementation ne devrait pas être d'imposer unilatéralement une définition normalisée s'appliquant de façon universelle à tous les participants.

**Question 6 : Pensez-vous qu'il existe des problèmes significatifs ayant une incidence sur la qualité de l'exécution dans le cas de chacune des catégories suivantes de titres?**

- a) les titres cotés – selon qu'ils sont cotés au Canada seulement, intercotés ou cotés à l'étranger seulement;**
- b) les titres de participation non cotés;**

**c) les dérivés;**  
**d) les titres d'emprunt.**

a) Titres cotés – Un intervenant a observé que les opérations sur titres de participation cotés au Canada seulement et sur titres de participation intercotés soulèvent le moins de problèmes. Deux intervenants ont observé que les négociations au sein du « marché interne de recherche de contreparties » (*upstairs market*) ont une incidence sur la capacité d'obtenir la meilleure exécution. Un intervenant a observé que la négociation de titres étrangers comportait des commissions plus élevées et des opérations de change. Un autre intervenant a observé qu'il existait des problèmes à l'égard des titres cotés à l'étranger en ce qui a trait à la disponibilité et à la qualité des renseignements, ce qui rend difficile l'évaluation de la meilleure exécution. Un intervenant a déclaré que les problèmes les plus importants ayant une incidence sur la qualité de l'exécution à l'égard des titres cotés étaient les suivants : la profondeur du marché; les règles de négociation qui restreignent le libre flux des capitaux entre marchés concurrents; la prédisposition des OAR à préserver le statu quo, soit de façon consciente en raison de leur structure, soit en établissant des règles excessives ou inutiles qui entravent la concurrence. Un autre intervenant estimait que, tant que les investisseurs profitent d'une protection du prix et d'une structure de marché qui procure de la liquidité et de la transparence, il n'existe aucun obstacle important à la négociation de titres cotés au Canada seulement. Un autre intervenant a observé que l'absence de liquidité visible sur les marchés canadiens nuit à la qualité de l'exécution à l'égard des titres de participation. Il a été observé que les modifications apportées à la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* au mois de janvier 2004 en vue d'éliminer la connexion électronique entre les marchés ont considérablement nuit à la capacité des participants au marché de s'assurer qu'ils sont en mesure d'obtenir la meilleure exécution lorsque plusieurs marchés négocient le même titre.

b) Titres de participation non cotés – Les commentaires indiquaient généralement que l'absence de transparence était le facteur ayant la plus grande incidence sur la qualité de l'exécution au sein de ce marché. Un intervenant a observé qu'il n'y avait aucune raison de croire que la qualité de l'exécution sur les marchés hors cote était moindre que sur les marchés des titres cotés; toutefois, les difficultés à mesurer la meilleure exécution en raison de l'absence de transparence étaient préoccupantes.

c) Dérivés – Deux intervenants ont indiqué que le manque de transparence nuisait à la qualité de l'exécution. Un intervenant a observé que les dérivés présentaient des problèmes de liquidité puisqu'il n'y a qu'un nombre restreint de courtiers, habituellement les courtiers qui appartiennent à des banques, qui négocient ces titres. Un intervenant a déclaré que, même s'il n'existait aucune préoccupation importante entravant la qualité de l'exécution à l'heure actuelle, la réglementation entourant des questions telles que les conventions de swap, les titres hybrides et les contrats à terme sur actions devait être analysée rigoureusement afin de garantir que les participants au marché bénéficient de la meilleure exécution.

d) Titres d'emprunt – Plusieurs intervenants ont indiqué que le faible niveau de transparence du marché des titres d'emprunt rendait difficile la mesure de la meilleure exécution.

**Question 7 : Comment les courtiers au Canada devraient-ils suivre et mesure la qualité d'exécution obtenue d'intermédiaires étrangers chargés de l'exécution de leurs opérations?**

La majorité des intervenants estimaient que, lorsque cela était possible, les courtiers canadiens ayant recours à des courtiers étrangers devraient utiliser les mêmes normes de mesure que lorsqu'ils exécutent des opérations au Canada.

Certains intervenants ont suggéré des moyens possibles pour que les courtiers canadiens surveillent les courtiers étrangers, notamment la comparaison des prix d'exécution réalisés par rapport à plusieurs repères tels que le prix d'arrivée, le prix moyen pondéré en fonction du volume et le prix après l'opération; l'utilisation des taux par action provenant de systèmes de négociation électroniques comme taux exempts de commission; l'évaluation périodique de l'exécution par les courtiers étrangers en fonction de divers facteurs, dont l'obtention des opérations de la meilleure qualité possible pour les clients, la confidentialité, la rapidité d'exécution et les capacités de compensation et de règlement. Une analyse avant et après les opérations peut s'avérer nécessaire.

Certains intervenants estimaient que ces mesures seraient difficiles à mettre en œuvre en raison du manque de données sur les marchés et l'exécution. Un intervenant a observé que, puisque la meilleure exécution consiste à opérer un équilibre entre des priorités contradictoires, il est impossible de la mesurer, mais que le représentant inscrit qui traite l'ordre devrait évaluer l'exécution en fonction des éléments énoncés dans le document de réflexion en plus des instructions du client, de la liquidité, de la taille de l'ordre et de la capacité d'effectuer le règlement.

Un intervenant a observé qu'une excellente connaissance du marché étranger ainsi que la connaissance du courtier qui exécute l'ordre et la confiance en celui-ci étaient essentielles.

**Question 8 : Pensez-vous que l'internalisation des ordres constitue un obstacle à la meilleure exécution?**

Nombre d'intervenants estimaient que, si l'on se conforme aux règles actuelles, l'internalisation ne devrait pas constituer une entrave à la meilleure exécution. Plusieurs d'entre eux ont observé que le courtier qui internalise les ordres a toujours l'obligation d'obtenir la meilleure exécution.

D'autres intervenants ont indiqué que l'internalisation des ordres pourrait constituer un obstacle à la meilleure exécution. Un intervenant a observé que l'internalisation des ordres restreint le flux de renseignements qui est essentiel à l'obtention de la meilleure exécution. En outre, l'internalisation du flux des ordres contribue au manque de liquidité des marchés, ce qui constitue également une entrave à l'obtention de la meilleure exécution.

Un intervenant a observé que l'exécution des ordres d'un organisme de placement collectif devrait être attribuée au courtier, pour internalisation ou non, qui offre le prix raisonnable le plus bas. Un intervenant a indiqué qu'il appuyait l'exécution des ordres à l'interne par les gestionnaires de placements mais estimait que l'internalisation généralisée par les courtiers pouvait empêcher la meilleure exécution si les courtiers retiennent les ordres pendant qu'ils

recherchent des ordres internes de sens inverse. Un intervenant a observé que l'internalisation peut procurer certains avantages, par exemple une liquidité accrue, une exécution plus rapide et des frais de transaction plus faibles, et qu'elle peut préserver l'anonymat; certains de ses inconvénients sont les obstacles éventuels à la liquidité et le processus d'établissement des prix, puisque les ordres ne sont pas révélés au marché. On a fait valoir que l'internalisation devrait être préservée si les ordres sont divulgués correctement.

**Question 9 : Devrait-on obliger les courtiers et les conseillers à obtenir plusieurs prix pour les titres hors cote? Devrait-il y avoir une règle sur les majorations qui interdirait aux courtiers de vendre des titres avec une majoration excessive par rapport à leur coût d'acquisition (similaire à la règle de la National Association of Security Dealers, Inc. (NASD) au sujet des prix équitables)?**

#### Plusieurs prix

La plupart des intervenants estimaient que, compte tenu de la taille des marchés hors cote canadiens, l'obligation d'obtenir plusieurs prix n'était pas nécessaire. Certains pensaient qu'une telle obligation pourrait avoir une incidence négative sur le cours des titres, puisqu'une demande de cotation à l'égard d'un titre peut envoyer un signal et, en conséquence, faire évoluer le cours du titre dans le sens inverse de l'opération projetée. Certains estimaient que l'obtention de plusieurs prix ne serait pas possible puisque ceux-ci peuvent ne pas être disponibles au sein du marché canadien actuel. Certains pensaient que l'obligation d'obtenir plusieurs prix pourrait même entraver la meilleure exécution, puisque le processus prendrait du temps, particulièrement pour les courtiers dont l'objectif principal est l'exécution immédiate. Certains estimaient qu'il n'était pas nécessaire d'obliger les courtiers à obtenir plusieurs prix, puisqu'ils sont déjà censés procéder à une vérification diligente dans la recherche de la meilleure exécution pour le client aux termes des règles actuelles. Seul un intervenant estimait que les courtiers devraient être tenus d'obtenir plusieurs prix, afin de régler les conflits d'intérêts tels que ceux qui surviennent dans le cadre d'accords de paiement indirect au moyen des courtages. Un autre a recommandé que les courtiers ne soient pas tenus d'obtenir plusieurs prix, mais qu'ils soient obligés de documenter leur décision de solliciter un seul prix ou plusieurs prix pour que l'on puisse mesurer la meilleure exécution.

#### Majorations

La plupart des intervenants n'étaient pas en faveur d'une règle sur les majorations pour les motifs suivants : 1) le caractère « sur mesure » de nombreux produits hors cote rend inutile toute règle sur les majorations; 2) les forces du marché et la concurrence maintiennent la justesse des écarts; 3) une approche axée sur les principes devrait être adoptée et aucune règle supplémentaire n'est nécessaire; 4) une règle sur les majorations serait difficile à intégrer et ne devrait pas être adoptée pour les investisseurs institutionnels, puisque la majoration, en tant que pourcentage, dépend de plusieurs facteurs (p. ex., les modalités d'une opération, l'importance du capital en jeu, le risque, la durée pendant laquelle un titre a été en stock, etc.); 5) des règles sur les majorations liées aux coûts ne devraient être envisagées que si le coût du capital pour la conservation des stocks est pris en compte et, pour ce motif, la fonction de vérification interne au sein d'une maison de courtage est mieux à même de veiller à l'intérêt du client qu'une autorité de réglementation du marché; 6) les règles actuelles suffisent.

Les intervenants qui appuyaient des règles sur les majorations ont observé ce qui suit : 1) une telle règle serait nécessaire pour les opérations de détail puisque des investisseurs non avertis se font exploiter; 2) une approche semblable à celle de la règle dite Rule 2440 de la NASD pourrait convenir; 3) des lignes directrices des ACVM sur ce qui constitue une majoration « excessive » ainsi que les critères à utiliser sont nécessaires.

**Question 10 : Comment peut-on effectuer le suivi et apporter la preuve de la meilleure exécution sur un marché de courtiers qui n’offre de transparence ni avant ni après les opérations, comme le marché des titres d’emprunt ou le marché hors cote?**

Certains intervenants ont observé qu’il est difficile, voire impossible, de mesurer et de suivre la qualité de l’exécution en l’absence de données sur les marchés facilement accessibles. Un intervenant a fait valoir que les investisseurs doivent se fier à la concurrence afin d’augmenter la probabilité qu’ils obtiendront la meilleure exécution, et un autre, qu’ils devraient utiliser les données internes des courtiers, lesquelles sont insuffisantes pour une évaluation précise.

D’autres intervenants ont observé que, même si le cours d’un titre au moment de l’ordre et immédiatement après l’exécution ne peut être déterminé en l’absence de transparence avant ou après les opérations, il ne s’agit que d’un seul paramètre et l’analyse avant et après les opérations ne devrait pas servir de repère pour mesurer la meilleure exécution, même si elle est utile pour l’obtenir. Il a été observé, une fois de plus, que le meilleur résultat net devrait être l’issue du processus dans l’ensemble. Un autre intervenant a observé que la transparence avant et après les opérations aide à obtenir la meilleure exécution et est nécessaire au suivi et à l’évaluation de la qualité de l’exécution. En l’absence de ces renseignements, les possibilités d’exécution ne peuvent être évaluées, que ce soit avant ou après l’exécution.

Enfin, d’autres intervenants ont observé qu’il existait des solutions de rechange à l’évaluation générale de la meilleure exécution, dont : 1) le recours à un service auquel adhère un certain nombre de courtiers importants et qui compare les données sur les opérations, permettant ainsi aux clients des courtiers de savoir si leurs prix sont concurrentiels par rapport à d’autres; 2) l’obtention des écarts de la séance de négociation de la nuit précédente, les plates-formes de négociation automatisée fournies par des tiers ainsi que toute autre information disponible de la part de fournisseurs d’indices à titre de substituts pour l’établissement du prix des émissions individuelles de titres d’emprunt et d’une indication du sens dans lequel évoluent les négociations sur le marché; et 3) l’accès à la transparence après les opérations en temps réel sur tous les marchés.

**Question 11 : Comment un conseiller peut-il assurer la compatibilité de ses accords de paiement indirect au moyen des courtages avec ses obligations générales à l’endroit de ses clients?**

Certains intervenants estimaient que les accords de paiement indirect au moyen des courtages n’étaient pas compatibles avec la meilleure exécution et les autres obligations générales à l’endroit des clients, et ils estimaient qu’ils devraient être éliminés à long terme. Toutefois, deux de ces intervenants étaient d’avis que, dans l’intervalle, les politiques à l’égard des accords de paiement indirect au moyen des courtages devraient être resserrées.

Les propositions suivantes ont été formulées : 1) assurer le suivi et la gestion des accords de paiement indirect au moyen des courtages en ce qui concerne les services fournis par le courtier ou par des tiers, à des fins de divulgation; 2) obliger les conseillers à divulguer aux clients l'existence d'accords de paiement indirect au moyen des courtages; 3) obliger les conseillers à divulguer la valeur des paiements indirects au moyen des courtages réalisés au cours de la période ainsi que des ressources acquises au moyen de paiements indirects; 4) exiger la divulgation des conflits d'intérêts, par exemple dans le cadre des relations entre courtiers et consultants; 5) assurer une meilleure sensibilisation des clients; 6) obtenir une renonciation de la part du client à l'égard des accords de paiement indirect au moyen des courtages.

Certains intervenants ont proposé que les conseillers soient tenus de mettre en œuvre des politiques et procédures qui : 1) précisent les dépenses qui peuvent être payées au moyen de commissions indirectes; 2) énoncent des processus de surveillance, de déclaration et de contrôle pour régler les éventuels conflits d'intérêts; 3) décrivent les processus d'approbation des nouveaux accords de paiement indirect au moyen des courtages; 4) plafonnent les paiements indirects par rapport aux commissions globales pour les services d'exécution; 5) exigent que les paiements indirects soient dépensés dans l'intérêt des investisseurs ou des porteurs de parts; 6) permettent la révision des politiques à l'égard des accords de paiement indirect au moyen des courtages.

Certains ont observé que les courtiers qui participent à des accords de paiement indirect au moyen des courtages devraient instaurer des contrôles suffisants et un système de surveillance pour : 1) vérifier que les paiements indirects ne servent qu'à obtenir des produits et services convenables; 2) respecter toutes les obligations réglementaires; 3) fournir toute l'information nécessaire aux clients; et 4) examiner, approuver et limiter les dépenses de commissions indirectes et créer un document de déclaration normalisé pour les clients.

**Question 12 : Y a-t-il d'autres avantages ou d'autres préoccupations en ce qui concerne les accords de paiement indirect au moyen des courtages qui n'ont pas été indiqués ci-dessus?**

Avantages

Un intervenant a observé que les accords de paiement indirect au moyen des courtages sont profitables aux clients, particulièrement les petits conseillers en placements, puisqu'ils ont généralement de petits services de recherche et peuvent profiter des recherches de nombreuses sources indépendantes, ce qui leur permet de rivaliser avec leurs concurrents de plus grande taille.

Certains ont réitéré le commentaire formulé dans le cadre du document de réflexion voulant que les paiements indirects permettent aux fournisseurs de recherche indépendante de faire concurrence aux grandes maisons de courtage offrant des services complets, ce qui est avantageux dans un contexte où les autorités de réglementation tentent de favoriser l'indépendance de la recherche.

Préoccupations

Un intervenant a observé que les accords de paiement indirect au moyen des courtages soulèvent des questions telles que l'« équité » entre les clients ou les fonds gérés par un conseiller en

placement, par exemple lorsque les commissions provenant des opérations visant certains fonds donnent lieu à des paiements indirects, mais que ceux-ci sont utilisés à l'avantage de l'ensemble des fonds, y compris ceux qui ne les ont pas produits. Un autre intervenant a observé que les paiements indirects peuvent donner lieu, par inadvertance, à un roulement de portefeuille inutile, lorsque les investisseurs doivent remplir tard dans l'année leurs obligations pour avoir droit aux paiements indirects et ne disposent pas du roulement « naturel » pour ce faire.

**Question 13 : S'il est acceptable de payer des produits ou des services indirectement au moyen des courtages, quels services devraient être compris dans les « services relatifs à la prise de décision d'investissement » et les « services d'exécution d'ordres » et quels services devraient en être expressément exclus?**

La plupart des intervenants appuyaient l'approche adoptée par la FSA et le groupe de travail de la NASD appelé Mutual Fund Task Force, selon laquelle les paiements indirects au moyen de courtages se limitent à l'exécution et à la recherche, et l'on s'attend à des directives générales des autorités quant aux caractéristiques des services de « recherche » et à plus de précisions quant aux services qui ne seraient pas autorisés. Certains ont énuméré les services qui devraient être exclus de la définition de « services relatifs à la prise de décision d'investissement », notamment : 1) le matériel informatique, les logiciels, les bases de données et les autres installations de communications électroniques utilisées dans le cadre de la négociation ou de la prise de décision en matière de placement; 2) les publications, y compris les livres, les périodiques, les revues et les publications électroniques grand public, par exemple des abonnements à des journaux, les terminaux Bloomberg, le matériel informatique, les fournitures de bureau, les frais de séminaires, de déplacement ou de représentation (en général, toutes les dépenses engagées par un conseiller dans le cadre de l'exploitation et de l'administration habituelles de son organisation et qui ne se rapportent pas au processus de placement); 3) les services de recherche fournis par des tiers; 4) les honoraires des experts-conseils.

Un intervenant estimait que les services d'exécution d'ordres devraient comprendre l'exécution des opérations, les logiciels d'exécution et les frais de financement de l'exécution. Un autre estimait que les conseillers devraient pouvoir décider dans le respect de leurs obligations fiduciaires envers leurs clients, quels services sont utiles dans le cadre du processus de prise de décisions en matière de placement, et ils ont observé que certains produits, par exemple les sources de données, les cotations, les nouvelles, l'analyse, les fonctions analytiques et adaptables sur mesure, sont liés à la recherche même s'ils ne constituent pas les rapports de recherche écrits traditionnels. Cet intervenant a observé que ce qui constitue une aide légitime et convenable dépend des faits et des circonstances et ne s'accommode pas de règles strictes ou de listes d'éléments déterminés.

**Question 14 : Y a-t-il lieu d'exiger d'autres informations en sus de celles qui sont prévues dans l'Instruction générale Q-20 de l'Autorité des marchés financiers, la Policy 1.9 de la CVMO, le Règlement 81-101 et le projet de Règlement 81-106; les informations à fournir devraient-elles être les mêmes pour les accords de paiement indirect au moyen des courtages et les commissions globales?**

La presque totalité des intervenants s'entendait pour dire qu'il fallait des renseignements supplémentaires et de meilleure qualité. Ils ont proposé les renseignements suivants : 1) les commissions utilisées en vue d'obtenir des recherches internes et indépendantes; 2) les avantages payés indirectement dont ont bénéficié les gestionnaires de portefeuille, dans l'ensemble ou au pro rata du compte de chaque client lorsque la technologie est disponible pour ce faire; 3) les courtages en pourcentage de la moyenne des éléments d'actif des fonds pour l'année antérieure et les quatre années précédentes, le sommaire des opérations de portefeuille étant mis à la disposition des investisseurs qui en font la demande; 4) de l'information semblable à celle prévue par l'Annexe F du formulaire ADV partie II de la FSA en ce qui concerne la relation entre le gestionnaire de placements qui procure des conseils et le tiers qui lui fournit des services; 5) pour les fonds utilisant des prospectus, l'information sur les « dispositions en matière de courtage » qui doit être fournie en vertu de l'article 10.4 du formulaire 81-101F2 devraient être élargie afin d'inclure les divers types de frais de négociation engagés par le fonds, dont les commissions, les majorations et les minorations, les coûts de l'incidence sur le marché, les coûts d'opportunité, la manière dont le fonds choisit les courtiers en vue de réaliser des opérations sur titres, la manière dont le fonds évalue le caractère raisonnable des courtages versés, y compris les critères utilisés; 6) pour les fonds n'utilisant pas de prospectus, des renseignements semblables contenus dans des états financiers ou des notices d'offre; 7) les services acquis au moyen des courtages et de la valeur tirée de leur utilisation; 8) les politiques que les gestionnaires de portefeuille suivent pour traiter tous les clients de manière équitable dans le cadre de l'achat et les avantages de l'utilisation de services d'exécution d'ordres et de prise de décision en matière de placement.

Les préoccupations suivantes ont été cernées à cet égard : 1) sans comptabilité précise de la ventilation des coûts d'exécution et de recherche compris dans les commissions, toute divulgation du coût de la recherche interne sera fondée sur des estimations et variera d'un conseiller à l'autre; 2) pour ce motif, des renseignements supplémentaires fournis pourraient causer de la confusion parmi les investisseurs qui ne disposent pas des connaissances suffisantes pour évaluer les renseignements fournis, lesquels pourraient ne pas être exacts ou significatifs.

Certains intervenants estimaient que l'information devrait être la même pour les accords de paiement indirect au moyen des courtages à des tiers et les commissions globales pour les motifs suivants : 1) pour que le traitement réglementaire soit le même; 2) la divulgation des seuls accords de paiement indirect au moyen des courtages à des tiers serait trompeuse puisqu'elle ne traduit pas avec précision le coût de la recherche qui peut être payé par un conseiller, laquelle comprendrait la recherche interne payée au moyen de commissions globales; 3) des obligations d'information différentes pourraient donner lieu à des inégalités et à une discrimination injuste à l'endroit des fournisseurs de recherche tiers. Seul un intervenant estimait que l'information à fournir devrait être différente.

**Question 15 : Quels sont les obstacles pratiques, le cas échéant, à ce que le conseiller :**

**a) décompose en leurs éléments les courtages qui rémunèrent à la fois l'exécution d'ordre et des « services relatifs à la prise de décision d'investissement » du fait d'accords de paiement indirect au moyen des courtages ou de commissions globales?**

**b) répartisse de manière raisonnable le coût des « services relatifs à la prise de décision d'investissement » entre les bénéficiaires de ces services (par exemple, entre des organismes de placement collectif)?**

a) Certains intervenants estimaient que la décomposition des paiements de commissions en leurs éléments constitutifs en conséquence d'accords avec des tiers était possible. On pourrait notamment le faire en utilisant les factures des fournisseurs de services. Certains estimaient également qu'il ne devrait pas y avoir d'obstacles au dégroupage. Toutefois, la majorité estimait qu'il existait des obstacles à la décomposition des courtages en leurs éléments constitutifs, par exemple : 1) le dégroupage serait ardu, arbitraire et coûteux; 2) il nécessiterait la mise en œuvre d'un processus, d'une piste de vérification pour garantir la conformité et d'une méthode convenable de déclaration; 3) il peut exister des incompatibilités entre les répartitions entre les opérations, puisque la décomposition dépendrait d'un certain nombre de facteurs (p. ex., la nature du titre, les détails de l'opération, le fait que le courtage comprend les services de recherche internes) qui peuvent avoir une pondération différente selon l'opération; le conseiller aurait besoin de renseignements de la part des courtiers, et il pourrait être difficile d'obtenir des renseignements constants de la part de courtiers différents, puisqu'ils appliquent le même taux de commission qu'il s'agisse d'un service intégral ou d'un service groupé; 4) la nature même des services groupés ne permet pas la décomposition.

b) Certains intervenants estimaient qu'une répartition du coût des « services relatifs à la prise de décision d'investissement » entre les bénéficiaires de ces services ne devrait pas poser problème. L'un d'eux estimait que toute règle sur la décomposition des courtages devrait assurer une répartition équitable et raisonnable, peut-être au moyen d'un contrôle par un vérificateur. Un autre a observé que la répartition pourrait se faire, mais uniquement si les courtiers décomposent les commissions et fournissent des renseignements aux investisseurs institutionnels, par exemple les conseillers. Un intervenant estimait qu'une telle répartition n'était pas nécessaire puisque les produits de recherche utilisés par les gestionnaires de placements sont à l'avantage de tous les comptes ou de tous les fonds gérés.

Toutefois, la majorité estimait qu'il existait des obstacles importants à une telle répartition, notamment les suivants : 1) dans une grande famille de fonds, ce ne sont pas tous les fonds qui produisent nécessairement des courtages donnant lieu à des paiements indirects, mais tous les fonds sous gestion commune peuvent en tirer parti et, pour ce motif, toute répartition peut donner lieu à un calcul arbitraire et ne pas vraiment profiter aux investisseurs; 2) une telle répartition exigerait une large part de jugement et l'obtention de renseignements concernant les commissions auprès des courtiers utilisés par les conseillers, ce qui pourrait s'avérer difficile; 3) les activités et la technologie nécessaires à l'administration des comptes clients sont considérables; 4) les coûts administratifs associés à la réalisation de cette opération seraient élevés, le processus serait subjectif, pas nécessairement cohérent et c'est le gestionnaire de portefeuille qui devrait s'en charger, ce qui détournerait son attention du processus d'investissement.

**Question 16 : S'il est impossible de séparer, en les mesurant de manière fiable, les services d'exécution d'ordres et les « services relatifs à la prise de décision d'investissement », le courtage tout entier devrait-il être comptabilisé comme une charge d'exploitation dans les états financiers? S'il est possible de la mesurer de manière fiable, la partie des courtages correspondant aux « services relatifs à la prise de décision d'investissement » devrait-elle être comptabilisée comme une charge d'exploitation dans les états financiers?**

La majorité des intervenants estimaient que le courtage tout entier ne devrait pas être comptabilisé comme une charge d'exploitation pour les motifs suivants : 1) l'inclusion de courtages (hormis les paiements indirects au moyen de courtages) comme une charge d'exploitation pourrait transformer les opérations exécutées comme « mandataire » en opérations exécutées « pour compte propre », ce qui pourrait engendrer des frais de transaction plus élevés ou ferait en sorte que le secteur, dans son ensemble, évolue vers une négociation nette réduisant à zéro les courtages explicites en imbriquant ces coûts dans le prix d'exécution des opérations, ce qui ne fournirait pas de transparence dans le secteur; 2) un tel traitement comptable pourrait donner lieu à des incohérences et à un désavantage concurrentiel pour les gestionnaires canadiens par rapport à ceux d'autres pays, et les gestionnaires canadiens pourraient être tenus d'augmenter les frais de gestion afin de compenser l'augmentation des frais; 3) une modification du traitement comptable nuirait aux données brutes sur le rendement des fonds; et 4) cela donnerait lieu à une comptabilité différente pour divers types d'éléments d'actif; par exemple les courtages pour les opérations sur titres de participation seraient inclus comme charge d'exploitation, tandis que les courtages imbriqués payés dans le cadre d'opérations sur titres d'emprunt seraient constatées comme éléments de capital. La plupart des intervenants s'entendaient pour dire qu'une répartition entre les courtages pour l'exécution des ordres et les services de prises de décision d'investissement ne pouvait s'effectuer avec précision et qu'il serait difficile, voire illogique, de les séparer dans les états financiers.

Deux intervenants estimaient que tant les services liés à l'exécution des ordres que ceux relatifs à la prise de décision d'investissement devraient être constatés comme une charge d'exploitation. Enfin, d'aucuns estimaient que certains renseignements supplémentaires seraient préférables, comme le montant des frais de transaction liés au portefeuille. Un intervenant estimait que seul le coût lié au paiement indirect au tiers pouvait être mesuré avec précision et devrait être inclus comme une charge d'exploitation dans les états financiers.

**Question 17 : Serait-il approprié que le ratio des frais de gestion se fonde sur des chiffres différents de ceux qui sont présentés dans les états financiers? Par exemple, la totalité des courtages devrait-elle continuer d'être comptabilisée comme un élément du coût d'acquisition/de cession dans les états financiers, mais en rajustant le calcul du ratio des frais de gestion, soit pour inclure la totalité des courtages, soit pour inclure seulement la partie de ceux-ci dont on estime qu'elle se rapporte à des « services relatifs à la prise de décision d'investissement »?**

La plupart des intervenants estimaient qu'il ne fallait pas que le ratio des frais de gestion se fonde sur des chiffres différents de ceux qui sont présentés dans les états financiers vérifiés, et ce, pour les motifs suivants : 1) selon cette méthode, le ratio des frais de gestion serait volatil et dépendrait de la conjoncture du marché ou des stratégies de négociation; 2) l'utilisation de chiffres différents pourraient susciter la confusion chez les investisseurs et leur être préjudiciable, car elle encouragerait les sociétés de gestion à faire pression sur les gestionnaires de portefeuille pour maintenir un volume d'opérations bas de façon à diminuer au maximum le ratio des frais de gestion ou pousserait les gestionnaires de portefeuille à exécuter des transactions nettes; 3) si le ratio des frais de gestion se fondait sur des chiffres différents de ceux qui sont présentés dans les états financiers vérifiés, les coûts des commissions liées à divers

genres d'éléments d'actif (titres de participation et titres d'emprunt) seraient traités différemment; 4) l'inclusion de la totalité ou d'une partie des courtages dans le ratio des frais de gestion pourrait avoir pour effet de cacher les véritables charges d'exploitation du fonds. Un intervenant estimait qu'il serait indiqué que le ratio des frais de gestion traduise les paiements indirects au moyen de courtages effectués à des tiers. Certains estimaient que les dispositions du Règlement 81-101 exigeant la présentation, dans le rapport de la direction sur le rendement des fonds, du ratio des dépenses de négociation dans lequel les commissions totales payées sont exprimées en pourcentage de la moyenne des éléments d'actif du fonds, permettraient de fournir des renseignements supplémentaires.

**Question 18 : Les accords de courtage dirigé ou de rétrocession de courtages devraient-ils être limités ou interdits?**

Quatre intervenants ont observé que les accords de rétrocession de courtages peuvent revêtir une valeur considérable pour un fonds (puisqu'elles peuvent servir à payer une partie de ses dépenses) et ne devraient pas être interdits. Un intervenant a observé que ces accords devraient être autorisés à continuer puisqu'ils ne semblent pas poser de problème sur les marchés canadiens en ce moment.

Deux intervenants estimaient que ces accords devraient être interdits. Un intervenant était d'avis qu'ils devraient être interdits puisqu'ils comportent un conflit d'intérêts inhérent. Un autre intervenant estimait que le courtage dirigé devrait être interdit puisqu'il peut donner lieu à l'achat de titres de fonds qui sont excessivement dispendieux ou ne conviennent pas et qu'il compromet l'impartialité des conseils.

De nombreux intervenants ont formulé des réserves au sujet de ces accords. Un intervenant a observé qu'il ne pouvait concevoir comment assurer la meilleure exécution en ayant recours soit au courtage dirigé soit à la rétrocession de courtages. Un autre intervenant a observé qu'il n'appuyait pas en général la notion du courtage dirigé ou de la rétrocession de courtages; toutefois, il n'était pas en faveur de l'élimination de la rétrocession de courtages sans avoir une meilleure compréhension des incidences sectorielles découlant d'une telle décision. Un intervenant a observé que, même si ni le courtage dirigé ni les ententes de rétrocession de courtages ne sont jugés constituer des problèmes graves pour l'heure au Canada, il pourrait être avantageux de mettre en œuvre des réformes réglementaires qui limiteraient tant le courtage dirigé que la rétrocession de courtages, le tout assorti d'une promesse de les interdire ultérieurement. Un autre intervenant a observé que, si le courtage dirigé et la rétrocession de courtages continuaient à être autorisés, les ACVM devraient accorder au conseiller une dispense de son obligation fiduciaire d'obtenir la meilleure exécution à l'égard de ces opérations.

Certains intervenants ont observé qu'il existait une obligation considérable de démontrer que la qualité de l'exécution n'était pas mise en péril. Un intervenant a observé que, lorsqu'un client demande un accord de courtage dirigé, la faculté du conseiller d'obtenir la meilleure exécution est compromise et le conseiller a la responsabilité de sensibiliser le client aux conséquences d'une telle décision. Un autre intervenant a souligné le fait que, si les accords de courtage dirigé ou de rétrocession de courtages devaient être tolérés, le client devrait donner son consentement exprès.

Un intervenant estimait que le courtage dirigé (selon le Règlement 81-105) est déjà suffisamment réglementé; toutefois, il faudrait traiter équitablement les divers types de fonds de placement offerts.

**Question 19 : Devrait-il y avoir des informations à fournir au sujet des accords de courtage dirigés ou de rétrocession de courtages?**

La majorité des intervenants s'accordaient pour dire que la pleine divulgation de ces accords était indiquée. Un intervenant a observé que, puisque le courtage dirigé (selon le Règlement 81-105) n'est pas autorisé, il n'y a aucun besoin de divulguer de tels accords, mais il était favorable en principe à l'idée que des accords de rétrocession de courtages devraient faire l'objet d'une divulgation. Un intervenant a suggéré que, si les ACVM laissent en place les accords de courtage dirigé et de rétrocession de courtages, les clients devraient avoir la faculté d'exiger des renseignements supplémentaires, que le conseiller serait alors tenu de fournir.

**Question 20 : Une ou plusieurs de ces initiatives serait-elle utile au Canada?**

Plusieurs intervenants estimaient que l'évolution de la situation dans d'autres pays devrait être suivie de près. Un intervenant a observé que le Canada devrait faire preuve de prudence en ce qui concerne la mise en œuvre d'initiatives conçues dans d'autres pays et ne le faire que lorsque ceux-ci les mettent réellement en œuvre. Un intervenant était favorable à l'établissement de lignes directrices uniformes sur la question des paiements indirects au moyen des courtages.

Trois intervenants ont suggéré que les *Rules 11Ac1-5* et *11Ac1-6* (Disclosure of order execution and routing practices) de la SEC pourraient être avantageuses au Canada. Un intervenant ne jugeait pas que la production de rapports périodiques quant à la « meilleure exécution » par les marchés ou les courtiers serait utile. Il a été déclaré que ces rapports fournissent un grand nombre de données mais peu de renseignements utiles pour la plupart des investisseurs, particulièrement les petits investisseurs.

**II. Autres commentaires**

**Rôle du promoteur/administrateur du régime** – Deux intervenants ont observé qu'il faudrait des précisions supplémentaires sur l'utilisation des courtages par le promoteur ou l'administrateur du régime et que le rôle de celui-ci dans le cadre de la meilleure exécution ne devrait pas être sous-estimé.

**L'expression « paiements indirects au moyen des courtages »** - Un intervenant a recommandé que l'expression « paiements indirects au moyen des courtages » (*soft-dollars*) ne soit pas utilisée et que les règles et politiques portent sur l'utilisation légitime et acceptable de commissions en vue d'acquiescer des biens et des services à l'avantage du client. La FSA a adopté cette démarche. Cette expression a toujours suscité confusion et critiques en créant l'impression que l'on paie pour quelque chose sans en retirer la pleine valeur.

**Transactions hors cours** – Plusieurs intervenants ont mentionné le problème actuel des transactions hors cours. Un intervenant a observé qu’aucune opération à prix non optimal ne devrait être permise à l’égard d’ordres visant des actions en particulier et que tous les participants au marché devraient être tenus de créer une infrastructure afin de s’assurer qu’aucune opération à prix non optimal n’ait lieu (et préférerait que des règles soient adoptées immédiatement afin de garantir qu’aucune opération à prix non optimal n’ait lieu au cours de la longue période de concertation des ACVM à ce sujet). Un autre intervenant a déclaré qu’il ne voyait aucune raison pour qu’une partie participant à une opération sur un SNP ne soit pas tenue de combler la demande au meilleur cours vendeur ou acheteur sur le marché plutôt qu’au prix d’exercice proposé. Un intervenant a observé que les autorités de réglementation du marché devraient poursuivre leurs efforts afin de garantir la meilleure exécution pour les investisseurs en renforçant la réglementation dans le but de prévenir les transactions hors cours sur les marchés des titres de participation canadiens.

Par contre, un intervenant a observé qu’une interdiction d’exécuter des transactions hors cours par rapport à des ordres à cours limité pourrait constituer un obstacle pour les gestionnaires de placements plutôt que de favoriser la meilleure exécution. Un autre intervenant a déclaré que la règle sur les « transactions hors cours » peut avoir des conséquences défavorables, dont la restriction de la concurrence sur le marché libre et une surréglementation qui étouffe l’innovation et il était d’avis qu’il était inutile de modifier les obligations actuelles de ne pas procéder à des « transactions hors cours » pour imposer aux « personnes ayant un droit d’accès » un fardeau qu’elles n’ont pas actuellement. Cet intervenant estimait que l’intérêt économique personnel et le comportement rationnel des participants suffisaient à garantir que des transactions hors cours soient l’exception à la règle.

**Mesures harmonisées** – Si, après examen des réponses fournies au document de réflexion, les ACVM jugent que des modifications au cadre réglementaire actuel s’imposent, il leur est conseillé de garantir que toute initiative réglementaire ait une ampleur et une application nationales.

## Liste des intervenants

1. Aurion Capital Management Inc.
2. Barclays Global Investors
3. BMO Nesbitt Burns
4. BNY Securities Group
5. Association des banquiers canadiens
6. Canadian Security Traders Association, Inc.
7. Marchés mondiaux CIBC
8. Commission Direct
9. Office d'investissement du RPP
10. Financial Executives International Canada
11. Howson Tattersall Investment Counsel
12. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
13. Institut des fonds d'investissement du Canada
14. Kenmar
15. Lynch, Jones & Ryan
16. Mackenzie Financial Corporation et Groupe investisseurs Inc.
17. Markets Securities Inc.
18. Services de réglementation du marché inc.
19. Perimeter Financial Corp.
20. RBC Marchés des Capitaux
21. RBC Gestion d'Actifs
22. RBC Services Internationaux
23. Russell Investment Group
24. Shorcan
25. TD Gestion de Placements
26. TD Newcrest
27. National Society of Compliance Professionals
28. Groupe TSX