

Avis 81-323 du personnel des ACVM**Le point sur le *Document de discussion et de consultation 81-407 des ACVM*
*Les frais des organismes de placement collectif*****Le 17 décembre 2013****Introduction**

Le 13 décembre 2012, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») ont publié le *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (le « document de discussion »). Le présent avis contient un résumé des principaux commentaires que nous avons reçus dans le cadre de la consultation sur ce document et des consultations en personne subséquentes.

Contexte

Le document de discussion abordait plusieurs questions de protection des investisseurs et d'équité qui peuvent découler de la structure de tarification des organismes de placement collectif (OPC) au Canada. Ces questions se rapportaient principalement aux frais payés pour les conseils, aussi connus sous le nom de « commissions de suivi », qui sont intégrés dans la structure de tarification. Elles concernaient aussi :

- les limites de la compréhension que les investisseurs ont des frais des OPC et du contrôle sur la rémunération intégrée des conseillers;
- les conflits d'intérêts potentiels auxquels la rémunération intégrée donne lieu chez les sociétés d'OPC et les conseillers;
- le potentiel d'interfinancement, par les investisseurs dans les OPC, du coût de la rémunération des conseillers qui est lié aux diverses options de souscription;
- la concordance entre la rémunération des conseillers et les services offerts aux investisseurs;
- la relative rareté des solutions économiques offertes aux investisseurs indépendants en matière d'OPC.

Le document de discussion proposait de commenter une gamme d'options réglementaires pour résoudre ces questions, notamment :

- définir les services que les courtiers et les conseillers doivent fournir en contrepartie des commissions de suivi;
- exiger que des catégories de titres d'OPC économiques soient offertes aux investisseurs indépendants;
- facturer séparément aux OPC la composante « commission de suivi » des frais de gestion à titre de frais distincts fixés en fonction des actifs;
- exiger une catégorie de titres distincte pour chaque option de souscription;

- plafonner les commissions;
- imposer aux conseillers l'obligation d'agir au mieux des intérêts du client;
- mettre fin à la pratique consistant à permettre aux sociétés d'OPC de fixer la rémunération des conseillers et de l'intégrer dans les produits d'OPC.

Nous avons également manifesté l'intention de consulter les investisseurs et les intervenants du secteur pour nous aider à formuler les interventions réglementaires appropriées, le cas échéant. Nous avons reçu 99 mémoires d'un éventail de parties prenantes, dont des investisseurs, des groupes de défense des investisseurs, des courtiers en épargne collective, des sociétés d'OPC, des représentants du secteur, des universitaires, des cabinets d'avocats et des associations professionnelles¹.

Dans plusieurs territoires représentés au sein des ACVM, les parties prenantes ont été consultées pendant l'été et l'automne 2013 pour approfondir les thèmes abordés dans les mémoires.

Le 7 juin 2013, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a tenu une table ronde comportant trois groupes de discussion dont les experts représentaient les investisseurs, les sociétés d'OPC, les courtiers en épargne collective et d'autres intervenants du secteur financier. Les sujets abordés étaient les suivants :

- le rôle de la rémunération intégrée des conseillers dans l'accès des petits investisseurs individuels aux conseils sur le marché canadien;
- la nature et la portée des services reçus en contrepartie des commissions de suivi;
- l'incidence des projets actuels en matière de communication d'information et l'opportunité d'effectuer d'autres interventions réglementaires à ce stade.

On trouvera une transcription de la table ronde sur le site Web de la CVMO².

Les 24 et 25 juin 2013, la British Columbia Securities Commission (BCSC) a consulté les courtiers en épargne collective et les sociétés d'OPC de la Colombie-Britannique. L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») a consulté les investisseurs individuels le 4 septembre 2013, la Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR) et le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC) le 5 septembre 2013, et les courtiers en épargne collective, les sociétés d'OPC et d'autres intervenants du secteur les 17 septembre et 3 octobre 2013.

Nous remercions toutes les personnes qui ont apporté leur contribution en présentant un mémoire ou en participant aux consultations de la CVMO, de la BCSC et de l'Autorité. Les renseignements recueillis nous serviront à poursuivre le déploiement de ce projet.

¹ On trouvera la liste des intervenants et des copies des mémoires au <http://www.osc.gov.on.ca/en/38419.htm>.

² *Canadian Securities Administrators – Autorités canadiennes en valeurs mobilières – Roundtable Discussion re: Discussion Paper and Request for Comment 81-407 Mutual Fund Fees*, 7 juin 2013, disponible au www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_rpt_20130607_81-407_mutual-fund-fees-roundtable.htm.

Thèmes ressortant de la consultation

Plusieurs thèmes clés se sont dégagés de la consultation sur le document de discussion et des consultations subséquentes. De manière générale, ils diffèrent selon le point de vue des intervenants du secteur et celui des représentants des investisseurs.

Les thèmes clés des intervenants du secteur sont les suivants :

- l'absence de preuve que les investisseurs subissent un préjudice justifiant une modification de la structure de tarification des OPC au Canada;
- les conséquences imprévues que l'interdiction de la rémunération intégrée aurait pour les investisseurs individuels et le secteur des OPC, notamment :
 - la réduction de l'accès des petits investisseurs individuels aux conseils;
 - l'élimination du choix de paiement des conseils financiers pour les investisseurs;
 - l'apparition de règles du jeu différentes selon les produits concurrents et de possibilités d'arbitrage réglementaire;
- la nécessité d'observer et d'évaluer l'incidence des réformes canadiennes et internationales avant de faire d'autres propositions.

Les thèmes clés des représentants des investisseurs sont les suivants :

- le fait que la rémunération intégrée des conseillers entraîne une discordance entre leurs intérêts et ceux des investisseurs qui nuit au rendement des placements et qu'elle devrait par conséquent être interdite;
- le fait que les investisseurs devraient au moins avoir véritablement le choix de ne pas payer de commissions intégrées;
- la nécessité d'imposer aux conseillers l'obligation d'agir au mieux des intérêts du client;
- la nécessité de resserrer les exigences de compétence des conseillers et de réglementer l'utilisation des titres.

Nous abordons chacun de ces thèmes clés ci-après. Ils mettent en relief la complexité des questions entourant les frais des OPC et le rapport que certaines d'entre elles entretiennent avec celles soulevées dans le cadre de la consultation distincte des ACVM sur l'opportunité d'imposer aux conseillers un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client, qui a débuté le 25 octobre 2012 (la « consultation sur le devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client »)³.

³ Voir le *Document de consultation 33-403 des ACVM, Norme de conduite des conseillers et des courtiers – Opportunité d'introduire dans l'activité de conseil un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client de détail* (25 octobre 2012). Voir aussi les transcriptions de la table ronde avec les investisseurs, celle avec les intervenants du secteur et de la discussion de groupe tenues respectivement les 18 et 25 juin ainsi que le 23 juillet 2013, au <http://www.osc.gov.on.ca/en/37838.htm>.

a. Thèmes clés des intervenants du secteur

1. L'absence de preuve que les investisseurs subissent un préjudice justifiant une modification de la structure de tarification des OPC au Canada

La grande majorité des intervenants du secteur estiment qu'il n'existe aucun problème réglementaire de fond dans le secteur qui justifie les éventuelles réformes évoquées dans le document de discussion. Seul un nombre infime estime que la structure de tarification des OPC actuelle soulève suffisamment de questions de protection des investisseurs pour nécessiter une intervention réglementaire à ce stade.

Certains estiment que la diminution de l'importance relative des courtages versés pour la réalisation d'opérations et l'utilisation accrue de commissions de suivi intégrées a favorisé la concordance entre les intérêts des courtiers ou des conseillers et ceux des investisseurs dans leur relation conseiller-client. Il se peut que, dans le passé, les conseillers aient eu intérêt à recommander à leurs clients de changer d'OPC pour toucher des courtages. Cependant, les commissions de suivi font en sorte que leurs intérêts concordent mieux avec les objectifs des investisseurs puisque leur rémunération est constante pendant la durée du placement et qu'elle suit l'augmentation ou la baisse de la valeur des portefeuilles.

En réaction à l'affirmation que les frais des OPC canadiens sont parmi les plus élevés au monde⁴, certains intervenants citent un rapport de recherche récent qui compare les frais de détention de titres d'OPC au Canada et aux États-Unis. Selon ce rapport, les investisseurs qui bénéficient de l'aide d'un conseiller financier engagent globalement des frais de gestion et de placement similaires dans les deux pays⁵.

Certains intervenants du secteur notent le manque de recherches portant directement sur les conflits d'intérêts abordés dans le document de discussion et l'absence de preuve empirique que ces conflits existent ou, s'ils sont réels, qu'ils ont une telle incidence sur le rendement des placements qu'un remaniement complet de la structure de tarification des OPC au Canada est justifié.

Si certains admettent que les commissions de suivi peuvent inciter les conseillers à vendre les titres d'un OPC plutôt que ceux d'un OPC comparable payant moins de commissions, ils jugent négligeable l'incidence d'un tel conflit sur le marché canadien, puisque les commissions de suivi sont globalement comparables entre les types d'OPC du fait que le marché est ouvert et

⁴ Ces affirmations reposent sur certaines études des frais des OPC au Canada et dans le monde, notamment D. Phillips, *Why the trend in Canadian fund fees can only be down*, Morningstar Canada (13 août 2013); B. N. Alpert, J. Rekenhaller et S. Suh, *Morningstar Global Fund Investor Experience 2013* (mai 2013); B. N. Alpert, J. Rekenhaller, *Morningstar Global Fund Investor Experience 2011* (mars 2011); J. Rekenhaller, M. Swartzentruber, C. Tsai, *Morningstar Global Fund Investor Experience 2009* (mai 2009); A. Khorana, H. Servaes, P. Tufano, *Mutual Fund Fees Around the World* (23 juillet 2007); et K. Ruckman, « Expense ratios of North American mutual funds », *Canadian Journal of Economics* (mars 2003), p. 192 à 223.

⁵ Investor Economics and Strategic Insight, *Monitoring Trends in Mutual Fund Cost of Ownership and Expense Ratios, A Canada-U.S. Perspective*, novembre 2012.

concurrentiel. Ils estiment que tout écart par rapport à la commission de suivi de 1 %⁶ qui est actuellement la norme dans le secteur ne peut être que minime et difficilement susceptible d'inciter les conseillers à recommander un OPC plutôt qu'un autre qui présente des caractéristiques analogues. Selon eux, cette absence de disparité entre les commissions de suivi indique que la concurrence opère correctement sur le marché et qu'il est par conséquent inutile de réglementer. Certaines sociétés d'OPC remettent cependant cette opinion en question. Elles jugent que la commission de suivi standard de 1 % a été fixée par un oligopole de grands courtiers qui l'exigent pour distribuer leurs produits.

Certains intervenants font remarquer que l'interdiction récente de la rémunération conflictuelle des conseillers pour le placement de produits d'investissement individuel et la fourniture de conseils à leur sujet au Royaume-Uni⁷ et en Australie⁸ comble certaines lacunes en matière de protection du consommateur et règle certaines situations particulières à ces pays, dont une série de scandales financiers relatifs à des ventes abusives ayant causé préjudice aux investisseurs. Or ces problèmes n'existent pas au Canada. Selon eux, les ACVM seraient malavisées d'entreprendre des réformes analogues, car rien ne prouve que la rémunération des conseillers pour le placement de titres d'OPC est préjudiciable aux clients canadiens, de sorte qu'une réglementation du même ordre ne se justifie pas au pays.

Des intervenants affirment que l'on pourrait apporter des modifications réglementaires de moindre envergure pour aider les investisseurs individuels. Ils proposent des étapes intermédiaires consistant notamment à resserrer l'application de la réglementation en vigueur (par exemple, l'obligation des conseillers d'évaluer la convenance au client), à améliorer les obligations de compétence des conseillers et à réglementer les titres professionnels des conseillers pour faire en sorte que les investisseurs ne soient pas induits en erreur par des titres prêtant à confusion. Ils pressent également les ACVM de sensibiliser les investisseurs pour améliorer la littératie financière et en faire de meilleurs consommateurs de produits et de conseils financiers.

2. Les conséquences imprévues que l'interdiction de la rémunération intégrée aurait pour les investisseurs individuels et le secteur des OPC

Une très forte majorité d'intervenants jugent que l'élimination de la rémunération intégrée des conseillers nuirait à tous les participants du secteur des OPC, surtout les investisseurs individuels. Ils pressent les ACVM d'effectuer avant tout une solide analyse coûts-avantages pour établir l'incidence de l'élimination des commissions intégrées sur les investisseurs et le secteur des OPC.

De nombreux intervenants estiment que l'interdiction des commissions intégrées aurait plusieurs conséquences imprévues, notamment *i)* la réduction de l'accès des petits investisseurs individuels aux conseils; *ii)* l'élimination du choix de paiement des conseils financiers pour les

⁶ Commission de suivi typique pour un fonds d'actions avec frais d'acquisition.

⁷ Financial Conduct Authority (Royaume-Uni), *Retail Distribution Review – Adviser Charging*, règles en vigueur le 1^{er} janvier 2013.

⁸ Australian Securities and Investments Commission, *Future of Financial Advice*, réformes en vigueur le 1^{er} juillet 2012, la conformité étant obligatoire le 1^{er} juillet 2013.

investisseurs; et *iii*) l'apparition de règles du jeu différentes selon les produits concurrents et de possibilités d'arbitrage réglementaire. Nous abordons chacune de ces conséquences possibles ci-dessous.

(i) La réduction de l'accès des petits investisseurs individuels aux conseils

Plusieurs intervenants affirment que la rémunération intégrée des conseillers offre aux Canadiens un accès abordable à des services-conseils. Ils sont nombreux à faire remarquer que ces services comprennent non seulement les conseils de conseillers⁹, mais aussi d'importants services de courtage¹⁰ ainsi que les frais d'exploitation des conseillers¹¹, qui sont tous financés avec les commissions de suivi. Les intervenants déclarent que l'intégration de ces frais permet aux conseillers de fournir des conseils aux clients qui ont de petits montants à placer, alors que des frais forfaitaires ou des courtages payés pour l'exécution d'opérations pourraient les dissuader de demander conseil.

Ces intervenants estiment que ces coûts modiques se sont traduits par le recours massif des ménages canadiens aux conseils financiers, ce qui, selon certaines études du secteur, a donné lieu à l'émergence d'une solide culture d'épargne et de discipline en matière d'investissement ainsi qu'à l'accroissement du patrimoine des investisseurs individuels au Canada¹².

Plusieurs avancent que les petits investisseurs (on parle parfois de « vente au détail de masse ») tirent des avantages financiers de la structure actuelle de commissions intégrées en raison des économies d'échelle. Grâce à cette structure, le coût de la fourniture de conseils et de services à ces investisseurs est financé par les grands investisseurs dans les OPC, qui paient davantage parce qu'ils ont plus d'actifs gérés. Les intervenants affirment que l'obligation de rémunérer en fonction des services éliminerait cette mise en commun des frais payés par les grands et les petits investisseurs, ce qui pousserait à la hausse le prix des services offerts à ces derniers. Nombre de conseillers forcés d'augmenter le prix de ces services cesseraient d'en offrir ou augmenteraient le prix au-delà ce que ces investisseurs sont prêts à payer.

Plusieurs intervenants du secteur affirment également que l'obligation de rémunérer en fonction des services risque de compromettre la viabilité financière de certains conseillers, surtout les

⁹ Les intervenants déclarent que la portion de la commission de suivi perçue par le conseiller représente sa rémunération pour la prestation de divers services, notamment l'évaluation de la convenance au client, des transferts et des changements importants de la situation du client, les réponses aux questions du client, les conseils financiers d'ordre général qui peuvent ne pas toucher les OPC, le rééquilibrage du portefeuille, les conseils sur les produits enregistrés, la création de programmes d'épargne et les recommandations en matière de discipline d'investissement.

¹⁰ Les intervenants précisent que la portion de la commission de suivi perçue par le courtier contribue à financer son exploitation quotidienne, notamment à remplir les obligations d'information du client, les obligations générales de conformité et les obligations de supervision, à payer les droits réglementaires et les frais opérationnels et à effectuer le contrôle préalable des produits.

¹¹ Les intervenants indiquent que la portion de la commission de suivi perçue par le conseiller n'est pas uniquement un revenu, mais qu'elle peut aussi servir à défrayer le coût de son personnel administratif, du loyer, de la commercialisation, des déplacements, les autres coûts engagés dans l'exercice de ses activités, les droits réglementaires et le coût des activités relatives au respect des obligations de conformité.

¹² Voir Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC), *The Value of Advice Report 2012*. Voir aussi C. Montmarquette, N. Viennot-Briot, *Econometric Models on the Value of Advice of a Financial Advisor*, Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO), Montréal, juillet 2012.

conseillers financiers indépendants dont les commissions de suivi constituent la majeure partie des revenus, en conséquence de quoi beaucoup se verraient contraints de mettre fin à leurs activités. Un tel changement pourrait aussi dissuader les personnes intéressées de devenir conseillers et donc aggraver les difficultés de recrutement auxquelles le secteur est déjà confronté. Les intervenants estiment que la réduction du nombre de conseillers que l'adoption de cette façon de faire pourrait entraîner et la possible hausse des coûts pour les petits investisseurs individuels auraient pour résultat que ces derniers seraient privés de service. Autrement dit, cela causerait une « fracture » en matière de conseils.

Par ailleurs, les intervenants affirment que les petits investisseurs individuels n'auraient pas la capacité de négocier les frais si la rémunération se faisait en fonction des services parce que leur niveau de littératie financière est généralement bas et que leurs comptes sont relativement petits. Ils pourraient souffrir d'un désavantage en matière d'information, car il leur manquerait les repères nécessaires pour savoir ce qui est raisonnable. Par conséquent, ils pourraient subir une hausse des coûts (et des seuils d'investissement) ou, s'ils ne souhaitent ou ne peuvent pas payer les frais, perdre l'accès aux services-conseils.

À l'appui de leurs affirmations, ces intervenants du secteur citent des recherches selon lesquelles la rémunération en fonction des services entraînerait une hausse des frais des services-conseils et peut-être des frais de détention des titres pour les petits investisseurs individuels (ceux qui ont moins de 100 000 \$ à placer) par rapport au modèle actuel de rémunération intégrée. En se fondant sur des données américaines relatives aux services-conseils tarifés des OPC¹³, certains intervenants affirment que le coût des conseils pour les petits investisseurs s'établirait aux environs de 1,5 % des actifs gérés¹⁴, commission plus élevée que la commission de suivi standard actuelle de 1 % intégrée au coût de ses produits, selon les intervenants du secteur des OPC.

Certains intervenants citent des recherches britanniques indiquant que les investisseurs ne sont généralement pas prêts à payer des frais distincts pour les conseils financiers et que la plupart choisiraient de s'en priver s'ils avaient à les payer séparément¹⁵. Ils citent également des recherches australiennes connexes selon lesquelles il existe un écart important entre ce que les investisseurs sont prêts à payer pour obtenir des conseils et ce qu'il en coûte pour les fournir¹⁶. D'autres mentionnent également des sondages plus anciens sur l'incidence de l'interdiction de la rémunération conflictuelle des conseillers au Royaume-Uni, qui laissent entendre, selon eux, que bon nombre de conseillers canadiens abandonneraient les petits investisseurs individuels au profit des clients plus fortunés ou mettraient tout simplement fin à leurs activités, ce qui aurait pour conséquence de réduire l'accès¹⁷. Un intervenant signale cependant que, s'il semble y avoir

¹³ Strategic Insight, *A Perspective on the Evolution in Structure, Investor Demand, Distribution, Pricing, and Shareholders' Total Costs in the U.S. Mutual Fund Industry* (novembre 2012), p. 35.

¹⁴ Selon l'analyse de Strategic Insight portant sur les frais des conseillers facturés en fonction de l'actif du client aux États-Unis (2011), 70 % des investisseurs américains disposant d'un compte de 100 000 \$ paient des frais de plus de 1,25 %, et 31 % paient des frais de plus de 1,50 %. *Ibid.*, p. 34.

¹⁵ A. Clare, *The Guidance Gap – An investigation of the UK's post RDR savings and investment landscape*, Cass Business School, janvier 2013.

¹⁶ Australian Securities and Investments Commission, *Access to financial advice in Australia, Report 224*, décembre 2010.

¹⁷ Deloitte LLP, *Bridging the Advice Gap: Delivering investment products in a post-RDR world*, novembre 2012.

eu une baisse initiale du nombre de conseillers au Royaume-Uni, cela est notamment attribuable à une nouvelle norme de compétence introduite dans le cadre des réformes que certains conseillers n'ont pas réussi à respecter d'emblée¹⁸.

(ii) *L'élimination du choix de paiement des conseils financiers pour les investisseurs*

Plusieurs intervenants du secteur affirment que les investisseurs individuels canadiens devraient avoir la possibilité de choisir la structure de frais qu'ils préfèrent. Selon eux, la réglementation devrait être souple pour élargir l'accès aux conseils financiers.

Par conséquent, les intervenants sont d'avis qu'il devrait être libre aux investisseurs de décider s'ils préfèrent payer des frais des services-conseils intégrés dans le coût des titres d'OPC, ce qui est commode, ou les payer à leur conseiller séparément. Ils soulignent que les investisseurs individuels canadiens jouissent actuellement de cette flexibilité parce qu'ils peuvent choisir des titres de série A (qui paient des commissions de suivi intégrées) ou de série F (qui n'en paient pas, mais permettent à l'investisseur de négocier les frais qu'il paie directement au conseiller en contrepartie de ses services). Ils maintiennent qu'interdire la rémunération intégrée des conseillers nuirait aux investisseurs en les privant de cette flexibilité et de ce choix.

Nombre d'intervenants du secteur affirment que certains investisseurs souhaitent expressément payer les conseils au moyen d'une commission de suivi intégrée pour des motifs de commodité et de préférence¹⁹. Ils ajoutent que la rareté actuelle des comptes tarifés en fonction des services prouve que les investisseurs individuels ne sont généralement pas intéressés par ce type de rémunération.

(iii) *L'apparition de règles du jeu différentes selon les produits concurrents et de possibilités d'arbitrage réglementaire*

Les intervenants du secteur estiment de façon générale que les OPC ne devraient pas être injustement ciblés parce qu'ils ont des commissions intégrées, puisque la rémunération des conseillers est habituellement intégrée (directement ou par répartition) dans le prix des autres produits financiers, et non seulement des OPC.

¹⁸ Le 15 août 2013, la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni a publié des chiffres indiquant que le nombre de conseillers financiers de ce pays, qui avait baissé après l'entrée en vigueur des réformes sur les placements auprès de clients individuels interdisant le paiement de commissions à des tiers et resserrant les obligations de compétence, est à nouveau en hausse parce que davantage de conseillers respectent les normes supérieures de qualification. Les recherches de la FCA indiquent qu'il y avait 32 690 conseillers en valeurs spécialisés en placement auprès de clients individuels au Royaume-Uni en juillet 2013, alors qu'il n'y en avait que 31 132 en décembre 2012, date du dernier décompte officiel. Six mois après l'introduction des nouvelles règles, la FCA indique que 97 % des conseillers atteignent le niveau de qualification voulu et que les 3 % restants sont de nouvelles recrues qui étudient en vue d'obtenir la qualification dans le délai prévu. Voir le communiqué de la FCA au <http://www.fca.org.uk/news/adviser-numbers-in-line-with-expectations>.

¹⁹ À l'appui de cette affirmation, l'Institut des fonds d'investissement du Canada a publié le 30 septembre 2013 les résultats d'une étude indiquant que la moitié des investisseurs dans des OPC (51 %) préfèrent que leur conseiller soit rémunéré au moyen de frais intégrés. Voir POLLARA Inc., *Canadian Investors' Perceptions of Mutual Funds and the Mutual Fund Industry 2013*, rapport établi pour l'Institut des fonds d'investissement du Canada.

Certains intervenants signalent que la rémunération intégrée est la norme pour à peu près les trois quarts de l'actif total de l'ensemble des ménages canadiens, notamment les dépôts, les titres à revenu fixe, les fonds distincts et les assurances²⁰. Selon eux, obliger les OPC à s'écarter de cette pratique largement acceptée dans le secteur financier entraînerait l'apparition de règles du jeu différentes pour les OPC et les produits financiers concurrents. Plus précisément, les conseillers titulaires de deux permis, qui ont déjà un fardeau plus lourd en matière de réglementation et de conformité pour le placement de titres d'OPC²¹, auront peut-être intérêt à vendre plutôt des produits d'investissement émis par des banques et des sociétés d'assurance qui, selon certains, sont moins réglementés, moins transparents et peuvent coûter plus cher. Quelques intervenants notent que ces possibilités d'arbitrage réglementaire ne sont pas apparues au Royaume-Uni et en Australie parce que les réformes²² y ont été appliquées uniformément à tous les produits concurrents, soit les valeurs mobilières et les produits d'investissement des banques et des sociétés d'assurance.

Par conséquent, de nombreux intervenants pressent les ACVM de privilégier les projets applicables à l'ensemble des produits financiers plutôt que de s'en tenir au secteur des OPC.

3. La nécessité d'observer et d'évaluer l'incidence des réformes canadiennes et internationales avant de faire d'autres propositions

La plupart des intervenants sont d'avis que, si la principale préoccupation soulevée par la rémunération intégrée des conseillers est que les investisseurs n'en ont pas conscience et que, par conséquent, ils ne la comprennent pas, la solution serait de prendre des mesures pour qu'ils la comprennent mieux et non pas de miser d'emblée sur l'interdiction. Ils estiment donc que les ACVM devraient d'abord évaluer les avantages de la récente mise en œuvre des réformes introduisant la transmission du nouvel aperçu du fonds au moment de la souscription²³ et le Modèle de relation client-conseiller pour connaître le coût de la communication d'information et des rapports sur le rendement²⁴ et établir si ces modifications améliorent la compréhension et la prise de décision chez les investisseurs avant d'entreprendre d'autres réformes réglementaires.

Les projets de régime d'information au moment de la souscription et de Modèle de relation client-conseiller devraient profiter aux investisseurs en améliorant leur compréhension générale des frais des OPC et des coûts permanents associés à la rémunération des conseillers, ce qui leur permettra de prendre des décisions d'investissement éclairées. Ces projets donneront aussi aux

²⁰ Investor Economics, *Household Balance Sheet 2012*.

²¹ Les intervenants du secteur font référence aux réformes introduites par le Modèle de relation client-conseiller (phases 1 et 2) en vertu de la Norme canadienne 31-103 sur les *obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* ainsi qu'aux nouvelles obligations de transmission de l'aperçu du fonds prévues par la Norme canadienne 81-101 sur le *régime de prospectus des organismes de placement collectif*.

²² Ci-dessus, notes 7 et 8.

²³ Voir les modifications apportées le 1^{er} septembre 2013 à la Norme canadienne 81-101 sur le *régime de prospectus des organismes de placement collectif*, qui exigera à compter du 13 juin 2014 la transmission de l'aperçu du fonds au lieu du prospectus simplifié pour satisfaire à l'obligation de prospectus prévue par la législation en valeurs mobilières.

²⁴ Voir les modifications apportées le 15 juillet 2013 à la Norme canadienne 31-103 sur les *obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*, qui exigera à compter du 15 juillet 2016 que les sociétés inscrites indiquent tous les ans à leurs clients le montant des commissions de suivi et de toute autre rémunération reçues relativement à leurs titres.

conseillers la possibilité de discuter avec leurs clients et de leur démontrer qu'ils apportent une valeur ajoutée. De nombreux intervenants affirment que la transparence accrue découlant de ces réformes devrait régler adéquatement les conflits d'intérêts potentiels qu'entraîne la rémunération intégrée des conseillers et mieux faire concorder la rémunération des conseillers avec les services fournis.

Ces intervenants font remarquer qu'ils investissent d'importantes ressources pour mettre en œuvre le régime d'information au moment de la souscription et le Modèle de relation client-conseiller. Ils estiment qu'une fois ces réformes mises en œuvre, le Canada aura établi une norme de calibre mondial en matière de communication et de transparence des frais d'OPC.

Les intervenants nous pressent également de prendre le temps d'étudier soigneusement les réformes internationales pertinentes, comme la récente interdiction de la rémunération conflictuelle des conseillers au Royaume-Uni et en Australie²⁵, pour établir si elles ont eu des répercussions inattendues sur les investisseurs (notamment les petits investisseurs individuels) et les intervenants du secteur dans ces pays avant d'entreprendre ici des réformes analogues.

b. Thèmes clés des représentants des investisseurs

1. La rémunération intégrée des conseillers entraîne une discordance entre leurs intérêts et ceux des investisseurs qui nuit au rendement des placements et devrait par conséquent être interdite

Les représentants des investisseurs estiment de manière générale que la rémunération intégrée pousse les conseillers à formuler des recommandations d'investissements qui leur rapportent davantage, ce qui entraîne une hausse des coûts et une baisse du rendement des placements des investisseurs. La plupart considèrent qu'il est impossible de remédier à ce conflit d'intérêts sans prendre de mesures de communication de l'information comme le régime d'information au moment de la souscription et le Modèle de relation client-conseiller. Par conséquent, ils ne voient pas pourquoi les autorités de réglementation devraient étudier et évaluer l'effet de ces réformes et des autres réformes internationales avant de formuler une proposition d'interdiction de la rémunération intégrée.

La plupart des représentants des investisseurs jugent donc nécessaire d'interdire la rémunération intégrée pour réduire la discordance que les incitatifs actuels causent dans la relation client-conseiller et faire en sorte que les recommandations d'investissement soient au mieux des intérêts du client. Ils affirment que cette interdiction profiterait aux investisseurs en leur permettant de connaître et de contrôler davantage les frais qu'ils paient pour les OPC et les conseils financiers²⁶. Les investisseurs sauront qu'ils paient des « conseils » et pourront comparer les coûts et les services de différents conseillers ainsi que les frais d'exploitation de divers OPC, qui seront rendus plus transparents par l'élimination de la rémunération intégrée. De cette façon, le marché sera plus concurrentiel pour les OPC et les conseils financiers, ce qui se traduira par une baisse des coûts et une augmentation du rendement pour les investisseurs

²⁵ Ci-dessus, note 22.

²⁶ Il ressort de la consultation menée par l'Autorité auprès des investisseurs individuels que la plupart d'entre eux n'étaient pas au courant des commissions intégrées et qu'ils ne comprenaient pas la structure de frais des OPC.

canadiens, qui pourront dès lors réaliser davantage d'économies en vue de leur retraite ou d'autres objectifs financiers.

En réponse aux affirmations des intervenants du secteur selon lesquels l'interdiction de la rémunération intégrée réduirait l'accès des petits investisseurs individuels aux conseils, les représentants des investisseurs affirment que si une « fracture » voit bel et bien le jour à cet égard, d'autres structures de frais ou modèles d'entreprise apparaîtront chez les institutions existantes ou de nouveaux joueurs sur le marché pour fournir des conseils adaptés aux petits investisseurs. L'interdiction des commissions intégrées favorisera l'innovation et augmentera la concurrence, ce qui aura pour effet de réduire les coûts pour les investisseurs et d'améliorer le rendement de leurs placements.

Certains représentants des investisseurs remettent en cause la notion de « fracture » en matière de conseils mise de l'avant par le secteur en faisant remarquer qu'une proportion importante de petits investisseurs individuels est actuellement desservie par des succursales bancaires dont les conseillers ne sont pas payés à la commission. Par conséquent, ils ne croient pas que l'élimination des commissions intégrées réduirait l'accès de ces investisseurs aux conseils financiers.

Ces représentants des investisseurs remettent également en cause les affirmations du secteur selon lesquelles les frais de détention de titres d'OPC augmenteraient en cas d'interdiction des commissions intégrées. S'ils ne nient pas que le coût des conseils serait plus élevé pour les petits investisseurs individuels sous un régime de rémunération en fonction des services, l'absence d'incitatifs intégrés aux produits permettrait aux conseillers de veiller d'abord aux meilleurs intérêts des investisseurs en cherchant des produits économiques sur le marché, en conséquence de quoi les investisseurs feraient des économies et obtiendraient de meilleurs rendements à long terme.

2. Les investisseurs devraient au moins avoir véritablement le choix de ne pas payer de commissions intégrées

Certains représentants des investisseurs soutiennent qu'à défaut d'une interdiction immédiate des commissions intégrées, les investisseurs individuels devraient au moins avoir le véritable choix de ne pas en payer.

Ces intervenants contestent l'affirmation du secteur selon laquelle les investisseurs individuels ont actuellement le choix et que la prédominance des commissions intégrées dans le secteur canadien des OPC est la preuve qu'ils les préfèrent. Ils affirment que les investisseurs ne peuvent réellement choisir que s'ils connaissent les autres possibilités et qu'ils peuvent s'en prévaloir lorsqu'ils prennent leur décision. Ils soulignent que la majorité des conseillers n'exercent que moyennant des commissions et ne donnent donc pas à leurs clients la possibilité d'investir dans des titres de série F sans commission de suivi conçus pour les comptes tarifés²⁷. Par ailleurs, même lorsque la possibilité d'investir dans ces titres leur est offerte, bon nombre d'investisseurs ne disposent pas du minimum d'actifs nécessaire pour ouvrir de tels comptes. Il s'ensuit que la

²⁷ Il ressort de la consultation menée par l'Autorité auprès des investisseurs individuels que la plupart d'entre eux n'étaient pas au courant de l'existence des titres de série F.

majorité des investisseurs individuels ne peuvent actuellement investir que dans des titres d'OPC payant une commission de suivi.

Plusieurs représentants des investisseurs font également remarquer que même les investisseurs qui choisissent d'investir indépendamment et de se passer de conseils doivent en payer parce que les titres achetés par l'intermédiaire de courtiers exécutants sont généralement les mêmes que ceux qui sont vendus par les conseillers de plein exercice et qui paient une commission de suivi²⁸. Les courtiers exécutants touchent généralement la totalité des commissions de suivi lorsque des titres d'OPC sont placés par leur truchement, mais ils ne fournissent pas de conseils aux investisseurs qui réalisent les opérations sur leur plateforme. En vertu des règles actuelles, les courtiers exécutants n'ont pas le droit d'offrir de conseils et sont dispensés de l'obligation d'évaluer la convenance des placements à laquelle les conseillers de plein exercice sont tenus. En conséquence, les représentants des investisseurs soutiennent que les investisseurs qui achètent des titres d'OPC par l'intermédiaire de courtiers exécutants paient trop cher leurs investissements puisqu'ils ne réalisent pas plus d'économies que les investisseurs qui s'adressent à un conseiller de plein exercice. Ils ajoutent que s'il était réellement possible de réaliser des économies par l'intermédiaire des courtiers exécutants, il s'agirait d'une véritable option pour les investisseurs dans des OPC : grâce à ce choix plus économique, ils seraient plus en mesure d'économiser en vue de la retraite ou pour réaliser d'autres objectifs financiers.

Ces représentants des investisseurs recommandent par conséquent d'interdire le paiement de commissions de suivi aux courtiers exécutants. Ils pressent également les autorités de réglementation d'exiger que les séries de titres d'OPC sans commission de suivi soient offertes aux investisseurs individuels, y compris chez les courtiers exécutants et directement auprès des sociétés d'OPC, pour garantir que les investisseurs ont réellement la possibilité de ne pas payer de commissions intégrées et que les investisseurs indépendants réalisent de véritables économies.

3. La nécessité d'imposer aux conseillers l'obligation d'agir au mieux des intérêts du client

Les représentants des investisseurs croient fermement qu'il faudrait obliger les conseillers à agir au mieux des intérêts de leur client et que l'on doit introduire un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client pour protéger les investisseurs. Ils font remarquer que ce devoir serait conforme aux attentes générales des investisseurs qui croient, selon de récentes recherches, que les conseillers doivent déjà s'en acquitter²⁹.

Selon eux, un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client réglerait les questions soulevées par la rémunération conflictuelle, notamment les commissions intégrées, et fera en sorte que les

²⁸ Les ACVM signalent qu'à la suite de la consultation sur le document de discussion et des consultations subséquentes organisées par la CVMO, la BCSC et l'Autorité, certains intervenants du secteur des OPC se sont attaqués à cette question. Jusqu'à tout récemment, seules quelques sociétés d'OPC canadiennes appartenant toutes à des banques plaçaient des titres de séries à escompte de certains de leurs OPC par l'intermédiaire des courtiers exécutants filiales de ces banques. Ces séries destinées aux investisseurs indépendants comportent des commissions de suivi nettement moins élevées en reconnaissance du fait que les investisseurs n'obtiennent pas de conseils. Le 27 novembre 2013, trois sociétés d'OPC indépendantes ont annoncé qu'elles offraient des titres de séries à escompte par l'intermédiaire d'un grand courtier exécutant appartenant à une banque.

²⁹ The Brondesbury Group, *Investor behaviour and beliefs: Advisor relationships and investor-decision making study*, (2012), rapport établi pour le Fonds pour l'éducation des investisseurs.

recommandations d'investissement des conseillers soient moins partiales et plus objectives. Il éliminerait en même temps la nécessité de fournir de l'information sur les conflits d'intérêts, laquelle est inefficace selon les groupes de défense des investisseurs. À cet égard, ils citent certaines études dont les conclusions indiquent que la plupart des investisseurs canadiens ne disposent pas des connaissances et de l'expérience nécessaires pour tenir compte des conflits d'intérêts portés à leur attention lorsqu'ils prennent une décision³⁰. Ils citent également des recherches comportementales prouvant les effets pervers de la communication d'information, comme l'augmentation de la confiance des investisseurs, l'utilisation accrue des conseils et la licence morale conférée aux conseillers³¹. Compte tenu de ces conclusions, les représentants des investisseurs jugent inacceptable que l'on se contente de communiquer les conflits d'intérêts.

Les représentants des investisseurs considèrent de manière générale qu'imposer aux conseillers un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client améliorerait le rendement des placements parce que les conseillers seraient expressément tenus de prendre en considération les coûts pour savoir si un placement est au mieux des intérêts de l'investisseur, ce qui n'est pas exigé actuellement pour évaluer la convenance.

De nombreux représentants des investisseurs affirment cependant que la rémunération intégrée actuelle des conseillers est incompatible avec le devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client parce qu'il s'agit essentiellement d'un incitatif. Selon eux, si les commissions intégrées ne sont pas éliminées, les objectifs de profit des conseillers et des sociétés d'OPC dont ils placent les titres l'emporteront toujours sur l'intérêt des investisseurs. Ils pensent par conséquent qu'il ne suffit pas d'imposer un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client, mais qu'il faudrait en même temps éliminer les commissions intégrées.

4. La nécessité de resserrer les exigences de compétence des conseillers et de réglementer l'utilisation des titres

Certains représentants des investisseurs affirment que les questions de protection des investisseurs soulevées par la rémunération intégrée des conseillers sont aggravées par d'autres problèmes potentiels touchant la relation client-conseiller, notamment les titres prêtant à confusion et les compétences limitées des conseillers.

Ces représentants estiment donc qu'il faudrait obliger les conseillers financiers à respecter des obligations de compétence plus strictes, à remplir des exigences de formation continue et à se conformer à un code de déontologie garantissant que l'intérêt du client passe en premier. Ils pressent également les ACVM de normaliser les titres professionnels que les conseillers utilisent afin qu'ils rendent mieux compte des services offerts et ne laissent pas entendre que les conseillers ont des compétences qu'ils ne possèdent peut-être pas.

Certains intervenants estiment que l'utilisation du titre de « conseiller financier » par des représentants qui sont entraînés pour évaluer la convenance plutôt que pour faire de la planification financière ou donner des conseils en matière de gestion de portefeuille a causé de la

³⁰ *Ibid.* voir aussi Innovative Research Group Inc., *Indice ACVM des investisseurs 2012* (16 octobre 2012).

³¹ Daylian M. Cain, George Loewenstein et Don A. Moore, « The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest » (2005) *The Journal of Legal Studies*, 34(1), p. 1 à 25.

confusion et s'est traduite par un écart notable entre le niveau de service auquel nombre d'investisseurs s'attendent de la part de leur conseiller financier et les services réellement fournis.

Ces représentants des investisseurs affirment par conséquent qu'il faudrait prévoir des restrictions en ce qui concerne les titres des conseillers et la façon dont ils se présentent pour permettre au public de bien distinguer ceux qui n'offrent de conseils qu'en matière de convenance des opérations et ceux qui fournissent davantage de conseils et de services, comme la planification financière ou des conseils permanents en matière de gestion de portefeuille.

Conclusion

De nombreux messages clés susmentionnés des représentants des investisseurs rejoignent ceux qui ressortent de la consultation sur le devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client. Nous renvoyons les intéressés à l'*Avis 33-316 des ACVM, Le point sur le Document de consultation 33-403 des ACVM, Norme de conduite des conseillers et des courtiers – Opportunité d'introduire dans l'activité de conseil un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client de détail*, qui est publié en même temps que le présent avis, pour obtenir un aperçu des thèmes clés qui ressortent de cette consultation distincte.

La similarité des commentaires présentés par les intervenants démontre qu'il existe un lien entre les deux consultations et souligne la nécessité, pour le personnel des ACVM, de coordonner ses travaux réglementaires sur ces projets à l'avenir.

Par conséquent, conjointement avec la consultation sur le devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client, le personnel des ACVM continue d'étudier les renseignements recueillis pour fixer les prochaines étapes. Nous prévoyons communiquer au cours des prochains mois les mesures réglementaires que nous comptons prendre, le cas échéant, et aborder les projets de recherche que nous souhaitons entreprendre à l'appui de ces mesures.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Stéphane Langlois

Directeur principal de l'indemnisation et des politiques d'encadrement de la distribution

Autorité des marchés financiers

Téléphone : 418 525-0337, poste 4811

Courriel : stephane.langlois@lautorite.qc.ca

Chantal Leclerc

Analyste, Direction des fonds d'investissement

Autorité des marchés financiers

Téléphone : 514 395-0337, poste 4463

Courriel : chantal.leclerc@lautorite.qc.ca

Mathieu Simard
Directeur, Direction des fonds d'investissement
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 397-0337, poste 4471
Courriel : Mathieu.simard@lautorite.qc.ca

Bob Bouchard
Directeur et chef de l'administration
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Téléphone : 204 945-2555
Courriel : Bob.Bouchard@gov.mb.ca

Sarah Corrigall-Brown
Senior Legal Counsel, Legal Services Branch
Capital Markets Regulation Division
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604 899-6738
Courriel : Scorrigall-brown@bcsc.bc.ca

Rhonda Goldberg
Director, Investment Funds Branch
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : 416 583-3682
Courriel : rgoldberg@osc.gov.on.ca

George Hungerford
Senior Legal Counsel, Legal Services Branch
Corporate Finance Division
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604 899-6690
Courriel : ghungerford@bcsc.bc.ca

Ian Kerr
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
Téléphone : 403 297-4225
Courriel : Ian.Kerr@asc.ca

Heather Kuchuran
Senior Securities Analyst
Financial and Consumer Affairs Authority (Saskatchewan)
Téléphone : 306 787-1009
Courriel : heather.kuchuran@gov.sk.ca

Chantal Mainville
Senior Legal Counsel, Project Lead

Investment Funds Branch
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : 416 593-8168
Courriel : cmainville@osc.gov.on.ca