



Canadian Foundation *for*
Advancement *of* Investor Rights
Fondation canadienne *pour* l'avancement
des droits *des* investisseurs

Le 5 octobre 2016

M. Robert Blair
Secrétaire (intérimaire) de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest, bureau 1903, C.P. 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Lettre envoyée par courriel à l'adresse : comments@osc.gov.on

Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
800, rue du Square-Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Lettre envoyée par courriel à l'adresse : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

OBJET : Avis de consultation des ACVM – Projet de modifications au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites, à l'instruction réglementaire relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites et au Règlement 33-109 sur les renseignements concernant l'inscription et ses annexes – rapport sur les frais et autres formes de rémunération

FAIR Canada a le plaisir de soumettre ses commentaires sur l'Avis de consultation des ACVM – Projet de modifications au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites, à l'instruction réglementaire relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites et au Règlement 33-109 sur les renseignements concernant l'inscription et ses annexes (l'« Avis »). Plus précisément, FAIR Canada a le plaisir de soumettre ses commentaires sur le projet de modification de l'article 14.17 du Règlement 31-101 et sur l'exigence de déclaration des incitatifs non pécuniaires et des frais intégrés dans le rapport annuel sur les frais et autres formes de rémunération.

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des épargnants. En tant que voix nationale pour les investisseurs, FAIR Canada s'est engagée à promouvoir une meilleure protection pour les investisseurs en matière de réglementation des valeurs mobilières. Consultez le site www.faircanada.ca pour obtenir de plus amples renseignements.

1. Résumé

Incitatifs non pécuniaires

- 1.1. Les structures de rémunération comportant des incitatifs pécuniaires et non pécuniaires vont à l'encontre de l'intérêt des clients et nuisent à l'objectivité des conseillers. FAIR Canada estime que les projets des ACVM, en ce qui concerne la divulgation plus exhaustive des conflits d'intérêts, n'offriront pas une meilleure protection aux épargnants.
- 1.2. Les incitatifs non pécuniaires méritent qu'on adopte à leur égard une approche plus globale conçue dans le but de mettre fin aux rémunérations de sources conflictuelles. La simple déclaration de ces incitatifs ne corrigera en rien la cause principale du problème, puisque la divulgation ne constitue pas un mécanisme efficace de lutte contre les conflits d'intérêts. Elle est certes potentiellement utile quand il s'agit de mettre de l'information importante à la disposition des épargnants, mais elle ne peut être le mécanisme principal pour répondre à leurs préoccupations relativement aux incitatifs non pécuniaires.

Frais intégrés

- 1.3. FAIR Canada juge important d'améliorer la divulgation aux investisseurs et comprend qu'il peut être bénéfique pour les consommateurs d'élargir la divulgation au-delà des exigences du MRCC 2 afin que les investisseurs connaissent le total des coûts liés à la gestion de leurs placements (y compris les frais intégrés associés aux produits achetés, par exemple les frais de gestion). FAIR Canada croit cependant que ce qui motive la divulgation devrait toujours être ce qui est dans l'intérêt supérieur de l'investisseur.
- 1.4. Si l'on élargit la portée de la divulgation, on doit s'assurer i) de mettre à l'épreuve le projet auprès des investisseurs (et de rendre l'opération publique) afin de déterminer s'il est signifiant, compréhensible et conçu dans leur meilleur intérêt; ii) d'assujettir toutes les personnes inscrites aux mêmes exigences, de sorte que les épargnants puissent faire une véritable comparaison des rapports reçus de différentes firmes, indépendamment de l'organisme de réglementation qui les supervise.

2. Élimination des conflits d'intérêts : la divulgation ne réglera pas le problème des rémunérations de sources conflictuelles

- 2.1. Les structures de rémunération comportant des incitatifs pécuniaires et non pécuniaires vont à l'encontre de l'intérêt des clients. Lorsqu'un conseiller, un courtier, un cabinet de services financiers ou un de leurs représentants (un « fournisseur de services financiers ») reçoit un incitatif pour l'encourager à vendre certains produits à ses clients ou une prime pour avoir atteint certains objectifs de vente, il se produit une discordance entre les intérêts des courtiers et des personnes inscrites et ceux de leur client et cela nuit à l'objectivité des conseillers. FAIR Canada est convaincue que ces conflits d'intérêts sont très répandus et sont nuisibles pour le marché et pour les investisseurs et que le simple fait de reconnaître l'existence d'un conflit ne suffit pas à le corriger.
- 2.2. FAIR Canada estime que les projets des ACVM, en ce qui concerne la divulgation plus exhaustive des conflits d'intérêts, n'offriront pas une meilleure protection aux épargnants, ni n'encourageront une saine concurrence. Nous suggérons fortement aux ACVM de passer en

revue les nombreuses études démontrant que la divulgation d'un conflit d'intérêts n'est pas un moyen efficace de protéger les épargnants : ceux-ci n'en comprennent guère la nature et ne savent pas comment en tenir compte dans leur évaluation des recommandations de placement. On s'est même rendu compte que la divulgation avait des effets pervers souvent plus nuisibles encore pour les investisseurs, car elle risque parfois d'inciter les conseillers à donner inconsciemment des conseils biaisés; par ailleurs, si on tolère la présence de tels conflits, on peut créer des problèmes systémiques et structurels qui, en diminuant l'efficacité de la concurrence, nuisent autant au marché qu'aux épargnants¹.

- 2.3. Les organismes de réglementation et les gouvernements doivent veiller à ce que les fournisseurs de services financiers sur qui nous comptons pour promouvoir les intérêts des consommateurs (p. ex., pour les aider à économiser suffisamment pour la retraite ou pour financer les études de leurs enfants) sont en mesure de donner des conseils professionnels objectifs et non biaisés. Il leur faut donc s'assurer que ces fournisseurs ne puissent pas recevoir une rémunération provenant d'une source conflictuelle. Seuls les incitatifs et les structures tarifaires qui vont dans le sens de l'intérêt des consommateurs devraient être autorisés.
- 2.4. Si nous voulons que les clients voient un avantage à faire appel au secteur des services financiers, nous devons attaquer de front le problème des conflits d'intérêts et les torts qu'ils causent. Tout bien considéré, vu l'ampleur de certains conflits d'intérêts, la divulgation n'est pas une réponse efficace et elle n'apporte pas, à ceux qu'elle devrait protéger, les résultats voulus en matière financière².
- 2.5. FAIR Canada, ayant étudié toutes les preuves disponibles, est fermement convaincue que la divulgation ne peut suffire à régler les problèmes causés par les conflits d'intérêts dans le secteur financier. La meilleure solution consiste à les éliminer autant que faire se peut³.
- 2.6. La divulgation peut éventuellement faire naître, chez les organismes de réglementation et peut-être même chez ceux qui y sont assujettis, la perception d'avoir fait quelque chose pour corriger la situation; la réalité est toutefois fort différente. Nous ne pouvons ignorer les problèmes fondamentaux qui sont issus des rémunérations de sources conflictuelles. Au contraire, nous devons y remédier, comme l'ont fait d'autres pays comme l'Australie et le Royaume-Uni, ainsi que l'Europe. Cette étape indispensable nous mènera vers une structure dans le cadre de laquelle les conseils financiers correspondront à l'intérêt prioritaire du client. Il est tout simplement illogique de s'attendre à ce qu'une recommandation aille dans le sens des meilleurs intérêts du client si le fournisseur de services financiers œuvre dans un modèle d'entreprise où on lui demande de servir deux maîtres.

¹ Se reporter aux paragraphes 2.26 à 2.49 de la réponse de FAIR Canada à la publication du Document de consultation 33-404 des ACVM, Propositions de rehaussement des obligations des conseillers, des courtiers et des représentants envers leurs clients, accessible à l'adresse : <http://faircanada.ca/submissions/fair-canada-comments-on-proposed-best-interest-standard-and-proposed-targeted-reforms/>

² Robert A. Prentice, *Moral Equilibrium: Stock Brokers and the Limits of Disclosure* (2011) *Wisconsin Law Review* 1059

³ Des études réalisées en sciences du comportement ont aussi mené à la conclusion que la divulgation est bénéfique quand elle consiste à affirmer qu'il n'y a pas de conflit d'intérêts; les chercheurs ne lui ont cependant trouvé aucun autre bienfait. Voir Sunita Sah et George Loewenstein, « Nothing to Declare: Mandatory and Voluntary Disclosure Leads Advisors to Avoid Conflicts of Interest », (2103) *Psychological Science*, 575; aussi disponible en ligne à l'adresse <https://www.cmu.edu/dietrich/sds/docs/loewenstein/NothingDelcare.pdf>.

- 2.7. L'incapacité à résoudre les conflits fondamentaux, dont l'existence dans le marché canadien⁴ a été empiriquement démontrée, signifie que les autorités provinciales en valeurs mobilières négligent d'assumer leur mandat, qui consiste à protéger les épargnants et à promouvoir l'équité et l'efficacité dans le marché des capitaux.
- 2.8. La solution est simple : à la place d'une règle obligeant les conseillers, les courtiers et leurs fournisseurs de services financiers à divulguer à leurs clients qu'ils pourraient recevoir une commission en retour de la vente d'un certain type de produit, obtenir une prime ou une commission de recommandation, une promotion ou quelque autre incitatif, on devrait adopter une règle leur interdisant d'agir autrement que dans l'intérêt de leurs clients (et, de ce fait, leur interdisant de recevoir une rémunération de sources conflictuelles) et leur ordonnant d'éviter les conflits d'intérêts. De cette façon, ils donneront des conseils objectifs et non biaisés, en faisant de l'intérêt du client une priorité.
- 2.9. C'est pourquoi FAIR Canada prie les ACVM d'interdire tous les types d'incitatifs (pécuniaires et non pécuniaires) qui sont à l'origine de rémunérations de sources conflictuelles et qui nuisent autant aux épargnants qu'à nos marchés des capitaux. C'est la seule manière de mettre fin aux conflits d'intérêts et de faire en sorte que les investisseurs reçoivent des conseils objectifs relativement à leurs placements.

3. Mesure provisoire – Mise à l'épreuve auprès des épargnants et divulgation des incitatifs non pécuniaires et des frais intégrés

Incitatifs non pécuniaires

- 3.1. Les clients ont le droit de savoir que leur courtier ou conseiller reçoit des incitatifs à la vente de certains produits, notamment des incitatifs non pécuniaires. C'est pourquoi FAIR Canada propose, comme mesure provisoire, que l'on introduise l'obligation de faire une divulgation particulière indiquant aux clients dans quelles circonstances des incitatifs pécuniaires et non pécuniaires sont versés aux fournisseurs de services financiers, à la condition que l'on mette d'abord cette obligation à l'épreuve afin d'en vérifier l'efficacité et que les résultats obtenus soient rendus publics. FAIR Canada appuie donc la mise à l'épreuve décrite dans la divulgation supplémentaire préconisée dans l'Avis, de même que, si son efficacité est démontrée, la divulgation de l'information, aux conditions suivantes : i) les mesures en cause sont des mesures provisoires; ii) les ACVM s'efforcent d'éliminer les conflits d'intérêts le plus rapidement possible, en interdisant toute rémunération de sources conflictuelles.
- 3.2. FAIR Canada appuie également l'ajout de l'exigence suivante : le rapport annuel d'une firme doit faire état de tous les incitatifs que celle-ci ou ses représentants reçoivent, si les dispositions actuelles n'en exigent pas encore la divulgation.

⁴ Comme l'indiquent le professeur Cumming, Sofia Johan et Yelin Zhang, dans « A Dissection of Mutual Fund Fees, Flows, and Performance ». De nombreux chercheurs les ont précédés dans ce secteur. Voir Frequently Asked Questions about the Dissection of Mutual Fund Fees, Flows and Performance, page 4 et note de bas de page 1, accessible en ligne à l'adresse http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category8/rp_20160209_81-407_faq-dissection-mutual-fund-fees.pdf; voir également The Brondesbury Group, *Mutual Fund Fee Research* (2015), préparé pour la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, au nom des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, p. 13 à 18, accessible en ligne à l'adresse http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category8/rp_20150611_81-407_mutual-fund-fee-research.pdf.

- 3.3. En outre, FAIR Canada appuie la mise à l'épreuve d'une autre exigence supplémentaire, à savoir celle qui consiste à ajouter le texte prescrit suivant dans le rapport annuel (passages en italiques remaniés par FAIR Canada) : « En plus des paiements indiqués dans le présent rapport, il est possible que [la société] ou ses représentants reçoivent *également* d'autres incitatifs à la vente liés aux titres que vous avez achetés par notre intermédiaire, à savoir : *[énumérer les incitatifs]*. En raison de ces incitatifs, les représentants pourraient recommander un placement plutôt qu'un autre *et ne pas tenir compte de votre intérêt dans leur effort de vente.* »
- 3.4. FAIR Canada souligne à nouveau que cette divulgation supplémentaire ne constitue qu'une mesure provisoire. Elle considère que les ACVM doivent impérativement travailler à éliminer les conflits d'intérêts en interdisant les rémunérations de sources conflictuelles.

Frais intégrés

- 3.5. FAIR Canada appuie les initiatives qui visent à examiner en permanence les divulgations afin de s'assurer que les investisseurs obtiennent une information pertinente et compréhensible qui est dans leur intérêt⁵.
- 3.6. Même si la divulgation du total des coûts de gestion des placements d'un client (y compris les frais intégrés et les frais de fonctionnement associés aux fonds d'investissement) pourrait être utile aux investisseurs, FAIR Canada constate qu'on ne sait pas si la compétence de l'investisseur en matière de coûts (y compris combien ils ont payé pour les services de leur conseiller financier) diminuerait ou serait accrue si l'on ajoutait ces coûts supplémentaires à ceux que l'on doit actuellement divulguer. Il s'agit d'une question d'importance vitale à laquelle il faut répondre avant d'apporter de tels changements. Par conséquent, l'éventuel élargissement de la divulgation doit être mis à l'essai auprès des investisseurs (et ces essais doivent être rendus publics) afin d'assurer sa pertinence et sa compréhension, dans l'intérêt supérieur des investisseurs.
- 3.7. Nous appuyons entièrement l'engagement que les organismes de réglementation ont pris relativement à la fourniture de ces importants renseignements financiers aux consommateurs. Les intermédiaires financiers (p. ex., les courtiers en valeurs mobilières) sont responsables de veiller à ce que la divulgation des frais et les rapports sur le rendement soient produits pour les investisseurs d'une manière claire et compréhensible.
- 3.8. En outre, toutes les modifications futures en matière de divulgation doivent, pour être considérées comme étant dans l'intérêt de l'épargnant, s'appliquer à tous les inscrits afin que les investisseurs puissent comparer de façon significative les rapports qu'ils peuvent recevoir de différentes entreprises, indépendamment de l'organisme de réglementation qui les supervise.

⁵ Se reporter à la lettre de FAIR Canada à l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels en réponse à la Demande de commentaires : Rapport sur les frais et les autres formes de rémunération – Consultation sur la divulgation des coûts liés à la détention de fonds (10 mars 2016), que l'on peut lire à l'adresse <http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2016/03/160310-FAIR-Canada-commentaires-Consultation-sur-la-divulgation-des-co%C3%BBts-Il%C3%A9s-%C3%A0-la-d%C3%A9tention-de-fonds.pdf>.

Nous vous remercions de nous avoir donné la possibilité de formuler, par la présente, nos commentaires et nos points de vue. Nous acceptons que ce document soit rendu public, et nous serions heureux d'en discuter avec vous à votre convenance. N'hésitez pas à communiquer avec Neil Gross au 416-214-3408 (neil.gross@faircanada.ca) ou avec Marian Passmore au 416-214-3442 (marian.passmore@faircanada.ca).

Veuillez agréer l'expression de nos sentiments distingués.



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs

c.c. : British Columbia Security Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial Services Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Registraire des valeurs mobilières, île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Surintendant des valeurs mobilières, Terre-Neuve-et-Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut