



VIA COURRIEL : [comments@osc.gov.on.ca](mailto:comments@osc.gov.on.ca) ; [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

Trois-Rivières, le 5 avril 2013

British Columbia Securities 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  
Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard  
Nova Scotia Securities Commission  
Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador  
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest  
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon  
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Télécopieur : 514-864-6381  
Courriel : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

The Secretary  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
20 Queen Street West  
Suite 1900, Box 55  
Toronto (Ontario) M5H 3S8  
Télécopieur : 416-593-2318  
Courriel : [comments@osc.gov.on.ca](mailto:comments@osc.gov.on.ca)

## **INTRODUCTION**

Nous tenons tout d'abord à remercier les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) de donner l'opportunité à tous les acteurs de l'industrie financière et aux investisseurs de s'exprimer sur la question des frais des organismes de placement collectif (OPC).

En tant que courtier en épargne collective Groupe Cloutier Investissements Inc. représente plus de 200 conseillers en épargne collective et, à travers sa société mère Groupe Cloutier Inc., plus de 1000 conseillers en sécurité financière. Au total, les deux entités gèrent un actif supérieur à 2 milliards de dollars.

Nous sommes d'avis que ce débat, mené de façon ouverte, est sain pour l'avenir de notre industrie et pour la protection des investisseurs canadiens. Par la présente, nous tenons à faire part de notre point de vue concernant les commentaires et les propositions amenées par les ACVM.

### **1 MISE EN CONTEXTE**

Les préoccupations des ACVM sont liées à des questions de protection des investisseurs et d'équité en regard aux frais imposés par les OPC aux investisseurs canadiens. Dans cette perspective, et compte tenu du caractère radical de certaines des propositions faites par les ACVM, il incombe en premier lieu de démontrer clairement l'existence d'une réelle menace pour les investisseurs canadiens par rapport aux pratiques internationales en la matière, en premier lieu par rapport au marché voisin que représentent les États-Unis. En effet, avant de mettre en place des mesures drastiques, il est primordial de s'assurer que 1) les mesures proposées auront un impact réel sur les investisseurs canadiens et que 2) celles-ci seront soutenables par l'industrie. Le problème devrait donc être analysé sous deux angles différents : 1) Les canadiens payent-ils trop cher pour la détention de leurs fonds communs de placement, et 2) Les canadiens sont-ils suffisamment informés de ces frais.

Le présent mémoire exposera donc le point de vue de Groupe Cloutier Investissements par rapport à ces deux questions. Nous apporterons tout d'abord notre point de vue face à certaines affirmations des ACVM. Par la suite, nous commenterons les propositions faites par celles-ci et nous proposerons finalement quelques pistes de solution supplémentaires à envisager.

## 2 Constatations générales sur le marché canadien

### 2.1 Compréhension des frais des OPC

Les études citées par les ACVM laissent peu de doutes que les investisseurs ont une mauvaise compréhension générale du coût qu'ils doivent payer pour détenir leurs fonds et de la façon dont leur conseiller est rémunéré.

Toutefois, nous tenons aussi à souligner que, lorsqu'ils sont informés de la façon dont fonctionne la structure de rémunération de leur conseiller, les investisseurs n'ont pas nécessairement d'objection à cette façon de faire. L'étude du Brondesbury Group mené pour l'Investor Education Fund<sup>1</sup> mentionne effectivement qu'après avoir expliqué en détail chacune des structures de frais à l'investisseur, seulement 13% des gens pensent que les courtages et les commissions de suivi peuvent influencer les recommandations faites par leur conseiller. Parmi les investisseurs mentionnant avoir une opinion sur la question des conflits d'intérêt potentiels, trois sur quatre pensent que les recommandations de leur conseiller sont faites de façon totalement indépendante de la rémunération y étant rattachée. Par ailleurs, il faut aussi garder à l'esprit que le coût d'achat d'un produit et les frais de gestion associés ne représentent presque jamais un facteur décisif dans la décision d'acheter ou non du client<sup>2</sup>. L'importance des mesures qui seront mises en place par les ACVM devront donc tenir compte de ce fait.

Bref, il nous semble clair que la transmission de l'information doit être améliorée. Cependant, nous croyons que l'industrie doit éviter de tomber dans une « surinformation » qui pourrait avoir comme conséquence d'augmenter le niveau de confusion chez les investisseurs et de faire augmenter de façon notable les coûts des différents acteurs de l'industrie. Tous s'en trouveraient alors perdants. Nous croyons qu'il faut que l'industrie adopte une façon simple, claire et facilement applicable de présenter l'information pertinente au client sur les coûts qu'il aura à payer pour acquérir et conserver des fonds communs de placement.

### 2.2 Transparence et disponibilité de l'information aux investisseurs

En ce qui concerne la transparence et la quantité d'information rendue disponible aux investisseurs, rappelons qu'il est documenté que le Canada constitue un des endroits où les divulgations aux clients sont les plus détaillées et transparentes<sup>3</sup> et où il est le plus facile de comparer les coûts de détention entre les différents OPC<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> The Brondesbury Group, *Investor behaviour and beliefs: Advisor relationships and investor decision-making study*, rapport établi pour le Fonds pour l'éducation des investisseurs, 2012, p.28, disponible au : <http://www.getsmarteraboutmoney.ca/en/research/Ourresearch/Documents/2012%20IEF%20Adviser%20Relationships%20and%20investor%20decision-making%20study%20FINAL.pdf>.

<sup>2</sup> *Idem*, p. 22

<sup>3</sup> B.N. Alpert, J. Rekenhaller, *Morningstar Global Fund Investor Experience 2011* (mars 2011), p.22

<sup>4</sup> *Idem*, p.11

Tel que mentionné précédemment, nous croyons qu'il faut toutefois éviter de tomber dans la surabondance d'information à fournir aux investisseurs afin de ne pas accentuer inutilement la confusion chez ceux-ci. Il faut aussi garder à l'esprit que les investisseurs ont déjà accès à l'information sur la rémunération de leur conseiller. Lorsque ceux-ci font affaire avec un fiscaliste, un comptable, un médecin, un physiothérapeute, un chiropraticien ou tout autre professionnel, ils savent exactement ce que le service leur en coûte, sans toutefois savoir quelle est la rémunération exacte de la personne qui leur fournit le service. La facture qu'ils reçoivent inclut autant la rémunération du professionnel que le coût des fournitures et les frais fixes. En ce sens, l'information actuellement disponible aux clients des conseillers financiers excède déjà ce qui a cours dans la grande majorité des autres secteurs d'activité et nous croyons que ce facteur doit être pris en compte. Bien que les ACVM mentionnent que :

*« Le passage graduel, dans le marché canadien des OPC, des courtages payés directement par les investisseurs pour la réalisation d'opérations à la rémunération des conseillers au moyen de commissions de suivi et de courtages financés par les frais de gestion des OPC semble avoir poussé nombre d'investisseurs à croire, à tort, que l'acquisition et la détention de titres d'OPC ne coûtent rien, malgré les renseignements fournis dans le prospectus de ceux-ci et, dernièrement, dans le document d'information sommaire appelé Aperçu du fonds » .*

Nous croyons qu'il serait non avvenu d'apporter des changements drastiques à l'industrie en fonction du fait que les investisseurs n'ont pas développé le réflexe de lire le prospectus. En effet, il ne faut pas s'étonner de cette situation compte tenu que l'information y étant présentée est extrêmement volumineuse et qu'elle est rédigée dans un langage légal rebutant pour le non initié. En ce sens, l'introduction du document d'*Aperçu du fonds* nous semble prometteuse du fait que l'information qui sera transmise au client le sera dans une forme concise et simple à comprendre. Ainsi, nous croyons qu'il serait judicieux, avant de révolutionner la structure même de toute une industrie, de prendre le temps d'évaluer l'impact sur la littératie financière des investisseurs de l'introduction dans sa phase finale du document *Aperçu du fonds*.

Finalement, nous tenons simplement à préciser que contrairement à ce qui est mentionné par les ACVM<sup>5</sup>, les courtiers en épargne collective ont l'obligation de divulguer, dans le document d'information à communiquer sur la relation courtier-client à remettre lors de l'ouverture de compte, une description de « la nature de la rémunération qui peut être payée au membre et recommandant d'autres sources au client pour obtenir plus de précisions ». Cette obligation est bien décrite dans le *Règlement 31-103 sur les obligations*

---

<sup>5</sup> ACVM, *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (Décembre 2012), p.30

*et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites (section 14.2)* ainsi que dans le bulletin APA-0075 de l'ACFM.

### **2.3 Interprétation de l'augmentation des commissions de suivi versées**

Les ACVM réfèrent à l'augmentation notée des commissions de suivi versées depuis 2006<sup>6</sup> et semblent s'inquiéter de ce phénomène. Or, une analyse des facteurs ayant mené à ce phénomène permet de démontrer qu'il s'agit là d'un phénomène naturel qui ne représente pas nécessairement une menace pour les investisseurs canadiens.

En effet, parallèlement à cette tendance, les ACVM notent un recours accru aux fonds à frais d'acquisition<sup>7</sup> dont les commissions de suivi sont plus élevées. En effet, la proportion des fonds à frais d'acquisition est passée de 20.1% à 22.7% entre 2006 et 2011. Il est donc normal de voir le montant des commissions de suivi augmenter au même moment.

Pourquoi observe-t-on un tel phénomène? Les raisons sont multiples, mais il est possible d'observer quelques tendances claires :

- a. Bien que cette tendance demeure marginale, plusieurs conseillers gérant un volume d'actifs important ont décidé de migrer vers un modèle d'affaires à honoraires. Or, ces fonds ne versent aucun courtage, la rémunération du conseiller étant fixée par négociation dans une fourchette allant généralement de 0,50% à 1,50% selon le volume d'actif géré.
- b. D'autres observateurs pourraient attribuer ce phénomène à l'introduction de mesures plus musclées visant à contrôler la multiplication des opérations dans le but de générer de nouvelles commissions. En effet, les autorités réglementaires encouragent fortement les courtiers à adopter des mesures afin que les sommes investies initialement dans des fonds à frais d'acquisition reportés soient réinvesties dans des fonds à frais d'acquisition lors d'un changement d'OPC. Ainsi, un conseiller qui avait recommandé des fonds à frais d'acquisition reportés dans un OPC et qui recommande à un client de transférer ses placements dans un autre OPC sera généralement forcé d'effectuer un transfert vers des fonds à frais d'acquisition versant des commissions de suivi plus élevées, contribuant du même coup à l'augmentation des commissions de suivi versées par les OPC que l'on peut observer.
- c. La conversion automatique par certains OPC des unités échues de fonds à frais d'acquisition reportés vers des fonds à frais d'acquisition, phénomène dont nous discuterons ultérieurement, contribue elle aussi à augmenter le montant des commissions de suivi versées aux courtiers.
- d. Bon nombre de conseillers ont recours au transfert annuel (manuel) des unités gratuites et matures des fonds à frais d'acquisition reportés de leurs clients vers leurs

---

<sup>6</sup> ACVM, *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (Décembre 2012), p.26

<sup>7</sup> Idem, p. 24

équivalents à frais d'acquisition. Ces opérations permettent aux clients de placer de l'argent à l'abri de frais si un retrait urgent s'avérait nécessaire. Dans certains OPC, ces opérations permettent aussi aux clients de profiter d'un frais de gestion réduit.

- e. On peut constater une augmentation constante de l'âge moyen des conseillers financiers depuis plusieurs années. Évidemment, l'évolution démographique naturelle de notre société explique en partie ce phénomène. Pour les conseillers financiers indépendants, on constate une corrélation naturelle entre l'expérience des conseillers et le recours à des fonds à frais d'acquisition avec l'expérience due à une combinaison des facteurs énumérés ci-haut. En effet, nous pouvons constater à l'interne que plus un conseiller avance dans sa carrière, plus la proportion des revenus qu'il tire des commissions de suivi est importante. De plus, notre industrie souffre aussi d'un manque de relève évident. La combinaison de ce manque de relève et de l'augmentation de l'âge moyen des conseillers vient donc amplifier le phénomène observé d'augmentation des commissions de suivi versées.

Les ACVM notent aussi que « *les sociétés d'OPC semblent affecter une plus grande part des frais de gestion qu'elles perçoivent au versement de commissions de suivi* »<sup>8</sup>. Or, bien que cette affirmation ne puisse être réfutée, elle nous apparaît être la conséquence normale du recours accru aux fonds à frais d'acquisition. Les frais de gestion nets de commissions de suivi demeurant sensiblement les mêmes d'une série de fonds à l'autre, il appert normal que la proportion des commissions de suivi par rapport à ces frais de gestion augmente si la popularité des produits comportant les commissions de suivi les plus élevées augmente.

Bref, le phénomène observé est bien réel. Toutefois, nous ne sommes pas convaincus qu'il soit nécessairement inquiétant.

## 2.4 Ampleur des coûts de détention des OPC pour les investisseurs canadiens

Les ACVM mentionnent que « *Plusieurs études publiées comparent les frais de détention de titres d'OPC dans le monde. Toutes concluent que les frais des OPC canadiens sont parmi les plus élevés. Certains membres du secteur canadien des OPC et d'autres observateurs ont des réserves à cet égard* »<sup>9</sup>.

Ces études doivent être analysées avec la prudence et la diligence qui s'imposent. Lorsque l'on analyse l'une des études citées, soit *Morningstar Global Fund Investor Experience 2011*<sup>10</sup>, le Canada est décrit comme le pays où les frais pour les investisseurs sont les plus élevés. Toutefois, on y mentionne aussi clairement que le Canada est le pays où les taxes

---

<sup>8</sup> ACVM, *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (Décembre 2012), p.32

<sup>9</sup> Idem, p.4

<sup>10</sup> B.N. Alpert, J. Rekenhaller, *Morningstar Global Fund Investor Experience 2011* (Mars 2011)

et impôts (inclus dans les frais payés par les investisseurs) sont les plus élevés au monde. Les auteurs de cette étude placent les États-Unis au sommet des pays où les frais de gestion totaux (*total expense ratio*) sont les plus faibles. Par contre, on y précise aussi que : « *However, U.S. expenses are somewhat understated due to the number of investors who pay for investment advice outside of fund-related charges* ». Au Canada, contrairement aux États-Unis, le coût des services conseil est directement inclus dans les frais de gestion affichés, ce qui explique une grande partie de la différence de frais entre ces deux pays qui se trouveraient supposément aux deux extrêmes de l'échelle du coût de détention pour les clients.

L'Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC) a récemment publié une étude commandée à *Investor Economics* et *Strategic Insights*<sup>11</sup> chargée d'analyser les différences entre les coûts de détention des investisseurs canadiens et américains ayant recours à des services conseil pour la gestion de leur portefeuille. Plusieurs éléments pertinents au présent débat en ressortent. Principalement, il est démontré qu'en excluant les taxes, la différence entre les coûts de détention des fonds communs entre les deux pays était pratiquement inexistante. L'investisseur canadien payerait en effet un frais total de 2,02% en moyenne alors que son équivalent américain payerait quant à lui 2,00%. L'étude démontre même que les conseillers américains ont tendance à facturer des honoraires de gestion plus élevés pour les comptes moins importants, ce qui a pour résultat que la plupart des investisseurs canadiens moins fortunés payent un frais de gestion moins élevés que leurs voisins américains.

## 2.5 Conflits d'intérêt potentiels

Les ACVM présentent les conflits d'intérêts potentiels découlant du modèle d'établissement des frais des OPC en émettant le commentaire suivant : « *le modèle d'établissement des frais (donne l'impression de favoriser) la création et le placement d'OPC à frais élevés pour optimiser la rentabilité des sociétés d'OPC* »<sup>12</sup>. Or, il faut garder à l'esprit que tous les conseillers sont assujettis à la règle de « Connaissance du client » (CDC) et que toutes les recommandations effectuées doivent convenir à la situation personnelle et aux objectifs du client. Pour le domaine du courtage en épargne collective, ces recommandations doivent être analysées minutieusement par le service de conformité du courtier. Ainsi, à moins de poser l'hypothèse que certains conseillers pourraient orienter sciemment les objectifs de leurs clients vers des fonds versant des commissions de suivi plus élevées, tels que les fonds d'actions et les fonds équilibrés, nous croyons que les systèmes de conformité en place protègent déjà adéquatement les investisseurs contre ce type de conflit d'intérêt potentiel.

---

<sup>11</sup> Investor Economic & Strategic Insights, *Monitoring Trends in Mutual Fund Cost of Ownership and Expense Ratios, a Canada – U.S. Perspective* (Novembre 2012)

<sup>12</sup> ACVM, *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (Décembre 2012), p.33

Les ACVM mentionnent aussi que : « *Selon les règles actuelles et les indications connexes des OAR, le conseiller doit, de manière générale, évaluer si un investissement particulier convient au client en tenant compte de ses besoins et objectifs en la matière, de sa situation financière, de sa tolérance au risque et de l'horizon temporel. Les courtages et les frais permanents associés aux investissements dans des OPC peuvent être secondaires dans l'évaluation de la convenance au client* »<sup>13</sup>. Ce commentaire passe outre le fait qu'en plus du conseiller, le courtier est lui aussi chargé d'analyser la convenance d'une recommandation au client, ce qui vient ajouter un deuxième niveau de responsabilité.

Il est aussi faux de dire que le choix de la structure de frais de l'OPC recommandé prend une importance secondaire. Dans l'analyse de la recommandation faite au client, le courtier se doit d'analyser la structure de frais recommandée en fonction de deux critères, soit l'horizon temporel et l'âge du client, tout comme le choix de l'OPC sera analysé en fonction de ses objectifs et de sa tolérance. Ces deux analyses vont de pair et l'une n'a pas préséance sur l'autre. Par conséquent, nous croyons qu'affirmer que le choix de structure devient un critère d'analyse secondaire constitue davantage une opinion des ACVM qu'un fait appuyé par des données tangibles.

## 2.6 Ententes de conversion automatique

De moins en moins de compagnies effectuent des conversions automatiques des parts à frais d'acquisition reportés échus vers leurs équivalents à frais d'acquisition. Toutefois, plusieurs compagnies ajustent automatiquement le niveau de commission de suivi des fonds à frais d'acquisition reportés une fois qu'ils sont échus, sans convertir les fonds d'une série à l'autre. Les clients sont informés de cette pratique dans le prospectus de l'OPC. Il est toutefois vrai que ce genre de conversion a pour simple effet de doubler la commission de suivi du conseiller sans pour autant offrir d'avantages concrets au client. Il va de soi qu'une partie de cette mesure vise un objectif de rétention des affaires pour l'OPC. Cependant, tel que mentionné par les ACVM, un des effets que cette mesure a eus au cours des années fut de limiter le phénomène de multiplication abusive des opérations dans le but de générer de nouvelles commissions. Ce fait est indéniable et constitue en soi une mesure de protection des investisseurs qui doit être prise en considération dans l'analyse des ACVM.

Les ACVM poursuivent toutefois avec ce commentaire : « *Les investissements à long terme dans les OPC sont avantageux pour la société d'OPC et les conseillers sur le plan financier, mais ils ne le sont peut-être pas autant pour les investisseurs* »<sup>14</sup>. Les investissements à long terme sont évidemment avantageux pour la société d'OPC. Ce point est indiscutable. Toutefois, il est faux de dire que l'investissement à long terme dans

<sup>13</sup> ACVM, *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (Décembre 2012), p. 39

<sup>14</sup> ACVM, *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (Décembre 2012), p.37

une société d'OPC en particulier avantage le conseiller financier. Que le client choisisse un investissement à long terme dans une société d'OPC ou qu'il choisisse de changer de société d'OPC au moment de l'expiration du barème de frais lié aux fonds à frais d'acquisition différés n'a aucun impact sur la rémunération du conseiller. En effet, compte tenu des mesures visant à limiter la multiplication abusive des opérations discutées plus tôt, un changement d'OPC devrait normalement se faire vers des fonds à frais d'acquisition. Dans ce cas, la rémunération du conseiller serait identique à celle qu'il aurait reçue en demeurant dans le même OPC en y transférant les unités vers des fonds à frais d'acquisition ou suite à la conversion automatique des unités échues par l'OPC.

Cependant, certaines des propositions faites par les ACVM pourraient tout de même venir avantager les clients à l'expiration du barème de frais d'acquisition reportés. Nous y reviendrons plus tard.

## 2.7 Modèle de rémunération des conseillers

Les ACVM mentionnent que « *D'après ce barème, plus les conseillers rapportent de courtages ou de frais, plus la part de ces revenus qui leur revient est élevée* »<sup>15</sup>. Cette pratique est effectivement chose courante dans l'industrie et s'apparente à une prime au volume accordée aux conseillers. Il ne nous apparaît pas anormal qu'un conseiller gérant un actif important reçoive une part plus importante des courtages ou des commissions de suivi qu'il génère. Affirmer le contraire reviendrait à nier la nature compétitive de notre industrie. On peut d'ailleurs observer la même situation dans toutes les industries compétitives alors que les employés les plus performants sont ceux qui reçoivent la rémunération la plus élevée.

Plusieurs raisons motivent cette pratique qui aurait tout de même cours peu importe le mode de rémunération qui serait en vigueur dans l'industrie. En effet, pour le courtier, plus un conseiller gère un volume important d'actif, plus les économies d'échelle sont importantes, notamment au niveau de la réduction du coût de maintien du permis du conseiller par dollar d'actif géré. Le maintien de l'inscription de chaque conseiller représente des frais fixes pour un courtier. L'étalement de ces frais sur un bloc d'affaires plus important représente évidemment une économie. Par ailleurs, les conseillers gérant un actif plus important ont généralement davantage d'expérience et réduisent d'autant le coût que le courtier doit investir en formation par rapport à un conseiller moins expérimenté. Finalement, les conseillers gérant un actif plus important s'adjoignent souvent les services de personnel administratif qui accomplit de multiples tâches, dont plusieurs viennent réduire la charge de travail pour le courtier. Il est donc normal que les courtiers puissent faire profiter ces conseillers de ces économies d'échelle.

---

<sup>15</sup> ACVM, *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (Décembre 2012), p.37

Il faut aussi garder à l'esprit que le niveau de rémunération offert par les courtiers constitue un des principaux facteurs de compétition entre les courtiers et que ce phénomène existerait peu importe la façon dont la rémunération serait versée. Ceci étant dit, nous sommes tout de même en accord avec le fait que la rémunération des conseillers ne devrait pas être en fonction du type de revenu qu'ils génèrent (courtages ou commissions de suivi) et que des mesures devraient être mises de l'avant afin d'éviter que les courtiers n'encouragent la vente d'un type de produit par rapport à un autre.

## 2.8 Le biais de la solution la plus « abordable »

Les ACVM ont énoncé le commentaire suivant : « *On pourrait en déduire que les investisseurs n'essaient pas de choisir les OPC les moins chers et que le rendement s'en ressent* »<sup>16</sup>. Nous sommes d'avis que bien que le coût d'acquisition et de détention d'un actif doit être pris en considération dans le choix d'un véhicule de placement, ce commentaire laisse à penser que les investisseurs devraient systématiquement choisir l'option la moins chère. Or, dans n'importe quel secteur d'activité, le produit le moins cher sur le marché peut ne pas être celui de meilleure qualité. Le domaine de l'investissement n'échappe pas à cette règle. Un produit de mauvaise qualité peut aussi évidemment avoir un impact négatif sur le rendement. Nous croyons que pour des produits similaires versant des commissions de suivi similaires, toute différence au niveau des frais de gestion fixés par l'OPC devrait pouvoir être justifiée d'une manière ou d'une autre par l'OPC par une meilleure performance, une équipe de gestionnaires chevronnés, un service à la clientèle supérieur, etc. Autrement, si l'OPC n'est pas en mesure de justifier l'imposition d'une prime au niveau de son frais de gestion, nous croyons que les règles du marché feront que les clients et les conseillers opteront ultimement pour un produit moins cher offrant une performance similaire ou supérieure.

## 3 Analyse des solutions proposées par les ACVM

### 3.1 Fourniture de services précis par le conseiller en échange de commissions de suivi

Bien que permettant théoriquement de répondre adéquatement aux préoccupations des ACVM, cette solution nous apparaît très difficile à mettre en application. Le fait de fixer clairement l'objectif des commissions de suivi n'est pas une mauvaise idée en soi. Ceci pourrait d'ailleurs être fait directement à l'intérieur du document *Aperçu du fonds*.

Cependant, la question de la supervision et de la consignation des activités de suivi du conseiller s'avérerait très complexe et lourde d'un point de vue administratif, autant pour le conseiller que pour le courtier. Actuellement, les conseillers prennent déjà pour la plupart des notes sur le contenu de leurs échanges avec leurs clients. En instaurant cette

---

<sup>16</sup> ACVM, *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (Décembre 2012), p.30

pratique, il y aurait forcément augmentation du nombre de renseignements et de détails à consigner afin d'être en mesure de prouver que le conseiller est apte à percevoir une commission de suivi. À terme, ces procédures administratives supplémentaires se traduiraient inévitablement par une réduction de l'efficacité des conseillers et à une diminution du temps qu'ils pourraient consacrer au travail concret dans les dossiers de leurs clients ou à une réduction du nombre de clients qu'ils seraient en mesure de servir adéquatement. Bref, cette mesure apporterait à notre avis bien peu de bénéfices supplémentaires pour les investisseurs tout en imposant un fardeau réglementaire supplémentaire à toute l'industrie, le tout afin de pénaliser une minorité de conseillers qui n'offrent pas un niveau de service adéquat.

Par ailleurs, bien que nous comprenions que les ACVM désirent que les conseillers qui n'offrent pas de service adéquat à leurs clients ne puissent pas toucher la même rémunération que les conseillers qui fournissent les efforts nécessaires pour satisfaire leurs clients, nous croyons que cette situation est déjà bien gérée par les règles du marché. En effet, un conseiller qui n'offre pas le niveau de service requis à ses clients verra ceux-ci quitter rapidement. Dans une industrie basée sur le service, un conseiller ne livrant pas la marchandise finira tôt ou tard par en payer le prix financièrement.

### **3.2 Catégorie de titres normalisée pour les investisseurs indépendants sans commission de suivi ou avec commissions de suivi réduites**

En ce qui a trait à cette suggestion, nous nous devons de reconnaître que les investisseurs qui souhaitent transiger sans avoir recours aux conseils d'un professionnel puissent bénéficier d'un frais de gestion réduit. Toutefois plusieurs études semblent démontrer que les conseils d'un professionnel auraient un lien direct avec le rendement global du portefeuille du client.

### **3.3 Composante « Commission de suivi » des frais de gestion facturée séparément et présentée comme frais distincts établis en fonction de l'actif**

Dans cette proposition des ACVM, le fait que toute augmentation potentielle des commissions de suivi soit assujettie à un examen du comité d'examen indépendant du fonds et à l'approbation des porteurs nous apparaît une bonne initiative.

Pour le reste, nous ne sommes pas convaincus de l'efficacité de telles mesures sur la compréhension par les investisseurs des coûts de détention des titres d'OPC et de la structure de rémunération de leur conseiller. Au contraire, le fait d'ajouter une donnée supplémentaire risque de créer une confusion accrue à la fois chez les gens qui n'avaient aucune connaissance sur le fonctionnement des frais et à qui on ajoute une donnée de plus à assimiler, et chez les gens qui avaient déjà des connaissances de base cette option laisse croire qu'il s'agit là d'un frais supplémentaire venant s'ajouter à l'ancien frais.

À notre avis, à partir du moment où on donne aux investisseurs l'information de base sur la structure de frais et sur le calcul de la rémunération du conseiller dans *l'Aperçu du fonds*, ils seront davantage intéressés à connaître le coût total associé aux produits qu'ils détiennent qu'à en connaître la ventilation exacte. Un client souscrivant une hypothèque est davantage intéressé par le taux d'intérêt qu'il aura à payer que de savoir quelle partie de celui-ci qui sera versée à son conseiller à titre de rémunération.

### 3.4 Série ou catégorie distincte de fonds pour chaque option de souscription

Il s'agit à notre avis de la suggestion la plus intéressante de la part des ACVM. Cette solution présenterait plusieurs avantages non négligeables :

- **Équité entre les clients.** Les clients investissant dans des fonds consacrant une plus faible part de leurs dépenses à la rémunération des conseillers pourraient profiter pleinement de ces économies.
- **Simplicité pour les clients.** Il s'agit là d'une solution facile à comprendre qui n'engendrerait pas de confusion supplémentaire chez les clients.
- **Simplicité pour l'industrie.** Cette solution nous apparaît de loin la plus simple à mettre en application. Elle ne constituerait pas une révolution en soi et permettrait à la relève de faire sa place plus facilement en continuant de permettre le recours aux fonds à frais de sortie différés (nous reviendrons sur cette question plus tard).
- **Justification des ententes de conversion automatique.** Dans un tel cadre, la conversion automatique permettrait désormais aux clients de profiter d'une réduction de leurs frais de gestion comparativement à la situation actuelle lors de la conversion automatique des unités échues.

Nous tenons par ailleurs à préciser que la société d'OPC Fidelity Investments Canada est à notre connaissance une des rares compagnies à avoir déjà mis en place cette façon de faire.

### 3.5 Plafonnement des courtages

L'idée de plafonner les commissions de suivi pour éliminer tout risque de conflit d'intérêt potentiel nous semble parfaitement acceptable. D'ailleurs, nous discuterons de ce point plus loin lorsque nous émettrons nos propres pistes de solution, mais nous serions même en faveur d'une uniformisation des structures de commissionnement à la grandeur de l'industrie afin d'éliminer tout conflit d'intérêt potentiel lorsqu'un conseiller a le choix entre des produits équivalents mais qui offrent une rémunération différente.

Toutefois, nous sommes en défaveur de l'instauration du principe de limitation des « frais d'acquisition totaux ». Premièrement, nous croyons que cette solution serait encore plus compliquée à assimiler pour les clients car elle présente un degré de complexité supérieur à la pratique en vigueur. Deuxièmement, il deviendrait extrêmement difficile pour les courtiers de contrôler la multiplication excessive des transactions dans le but de générer

des courtages. Par exemple, lorsque la limite des frais d'acquisition totaux serait atteinte, qu'advierait-il si un client souhaitait changer d'OPC? Serait-il forcé d'investir dans des fonds ne comportant pas de frais d'acquisition permanents dans le nouvel OPC? Lorsqu'un client détient des actifs dans plusieurs compagnies et que les comptes existent depuis nombre d'années ou ont été ouverts par l'entremise d'autres courtiers, comment effectuer adéquatement le suivi de l'historique des mouvements d'argent pour les conseillers et les départements de conformité des courtiers? En comparaison, les pratiques actuelles sont relativement simples et assurent un bon degré de protection aux investisseurs : si le conseiller a déjà touché des courtages sur le placement initial d'un montant dans le passé, ces sommes ne devraient être transférées que vers des OPC à frais d'acquisition (0%) dans le cas d'un changement de société d'OPC.

Bref, l'instauration d'un plafond absolu au montant des frais d'acquisition totaux payés par le client n'aurait pas pour effet de clarifier le fonctionnement des frais pour le client et alourdirait davantage la tâche et les responsabilités des conseillers et des courtiers.

### **3.6 Instauration de normes ou d'obligations supplémentaires pour les conseillers**

Au Québec, une disposition existe déjà dans le Code de déontologie de la Chambre de la sécurité financière qui prévoit que « *Le représentant doit subordonner son intérêt personnel à celui de son client et de tout client éventuel* »<sup>17</sup>. De plus, le concept de mandataire / mandant existant déjà au Québec nous semble davantage adapté à la relation entre un client et un conseiller financier que le concept de devoir fiduciaire. Comme plusieurs mémoires en ont fait état lors de la consultation 33-403 des ACVM concernant l'opportunité d'introduire dans l'activité de conseil un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client de détail, l'introduction de la notion de « devoir fiduciaire », qui relève du *common law*, serait difficilement intégrable au contexte juridique du Québec.

Par conséquent, l'introduction au cadre réglementaire du concept de mandataire/mandant qui a déjà cours dans la province de Québec pourrait constituer selon nous une solution mitoyenne qui permettrait de renforcer la protection du public sans ajouter les contraintes négatives liées au devoir de fiduciaire sur l'ensemble de l'industrie.

### **3.7 Fin de la pratique des sociétés d'OPC d'établir la rémunération du conseiller**

Cette solution représente sans contredit la proposition la plus radicale des ACVM et nous sommes en désaccord avec son implantation, et ce pour plusieurs raisons. Les ACVM

---

<sup>17</sup> Chambre de la sécurité financière, Code de déontologie de la Chambre de la sécurité financière, [http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=3&file=/D\\_9\\_2/D9\\_2R3.HTM](http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=3&file=/D_9_2/D9_2R3.HTM), Section III, Article 19

prétendent que cette solution représente la solution la plus simple de rapprocher les intérêts des sociétés d'OPC et des conseillers de ceux des investisseurs. Ce concept de simplicité est à notre avis bien théorique. Dans la pratique, il s'agit probablement de la solution la plus complexe à mettre en place pour l'industrie. Les facteurs suivants représentent les principaux points qui nous amènent à rejeter cette solution :

- **Augmentation potentielle du coût de détention pour les petits investisseurs.** L'expérience américaine démontre que le coût de détention est plus élevé pour les petits investisseurs que ce qui a actuellement cours au Canada. En effet, l'étude d'Investor Economics et Strategic Insights a bien démontré l'effet négatif de l'introduction d'une structure de rémunération par honoraires de service sur les petits investisseurs américains alors que les conseillers ont tendance à facturer des honoraires de plus ou moins 1,5% sur les comptes les moins importants.
- **Impacts de la modulation du niveau de service en fonction des frais payés par le client.** Cette proposition des ACVM prévoit que le niveau de rémunération devrait être négocié individuellement avec chaque client et que celui-ci devrait être informé clairement des services auxquels il est en droit de s'attendre en échange du paiement convenu. Implicitement, cette proposition implique que les services offerts à chaque client pourraient être modulés en fonction de la rémunération payée par celui-ci. À notre avis, cette façon de faire constituerait un précédent dangereux allant à l'encontre du principe même de la relation client / conseiller. Il est normal que le niveau de rémunération puisse être négocié en fonction du volume d'actif impliqué et du degré de complexité d'un dossier. Toutefois, autant pour la protection des investisseurs que des conseillers, il nous apparaît pour le moins risqué que le niveau de service puisse être négocié sur une base individuelle. En effet, toute modulation du niveau de service n'aurait pas pour effet de réduire le niveau de responsabilité légale du conseiller à l'égard de son client. Même si un client acceptait de recevoir moins de services en échange d'une rémunération moins importante, la responsabilité légale du conseiller par rapport au suivi de la situation du client et du contenu du portefeuille de celui-ci en fonction de ses objectifs demeurerait entière pour le conseiller. À notre avis, introduire cette possibilité représenterait un risque financier supplémentaire pour les investisseurs ainsi qu'un risque légal accru pour le conseiller.
- **Impacts technologiques importants.** Les systèmes informatiques des OPC et des courtiers sont actuellement conçus pour permettre le prélèvement d'un courtage à même l'investissement initial d'un client pour les fonds à frais d'acquisition. Toutefois, il n'est pas possible actuellement de fixer individuellement le niveau de la rémunération annuelle associée à ce type de fonds. Introduire cette façon de faire nécessiterait donc des investissements importants tant pour les OPC que pour les

courtiers afin de créer de nouvelles séries de fonds et adapter leurs systèmes informatiques.

- **Impacts sur les processus opérationnels et de conformité des courtiers.** La mise en application de cette proposition aurait aussi des impacts importants sur les opérations et procédures de conformité des courtiers. De nouveaux formulaires devraient être élaborés afin de documenter la rémunération négociée par le conseiller avec le client et définir clairement quels seront les services prodigués à ce dernier en contrepartie de la rémunération versée. Des mesures de contrôle de la qualité devraient aussi être mises en place afin de s'assurer que la rémunération versée par l'OPC correspond bien avec ce qui a été négocié. Du côté du département de conformité, des procédures et balises devraient aussi être élaborées afin d'analyser la convenance de la rémunération négociée par rapport à la situation personnelle et aux objectifs du client. Finalement, nous nous attendons aussi à ce que, advenant la mise en place de cette solution, des obligations soient imposées aux courtiers afin d'effectuer un suivi visant à s'assurer que chaque client reçoit bien les services définis dans l'entente avec le client. Compte tenu que chaque entente serait négociée individuellement avec le client, il serait extrêmement difficile d'uniformiser le suivi requis par le département de conformité. Bref, des changements opérationnels majeurs seraient requis de la part des courtiers afin de s'adapter à cette nouvelle façon de faire.
  
- **Impacts sur la relève dans le secteur du courtage en épargne collective.** Nous avons effectué une analyse sommaire de la provenance des revenus gagnés au cours des deux premières années de leur carrière par des conseillers faisant leur entrée dans le domaine du courtage en épargne collective au sein de notre firme. À l'heure actuelle, nous constatons que parmi nos conseillers recrues, entre 80% et 95% de leurs revenus proviennent de courtage générés par la vente de fonds à frais d'acquisition reportés alors que le 5% à 15% restant proviennent des commissions de suivi. Nous avons effectué le même exercice pour des conseillers d'expérience. Pour ceux-ci, la proportion des revenus provenant des courtages est de seulement environ 40% alors que les commissions de suivi représentent environ 60% des revenus générés. Plusieurs facteurs peuvent influencer cette situation, notamment le profil de la clientèle des jeunes conseillers. Leurs clients sont souvent à leur image, soit plus jeunes et davantage enclins à investir à long terme dans des fonds à frais d'acquisition reportés alors que pour les conseillers d'expérience, les clients s'approchent souvent de leur phase de décaissement ou encore détiennent davantage de produits dont les barèmes de frais d'acquisition reportés sont échus. L'imposition d'une nouvelle structure de rémunération pour les conseillers pourrait avoir des conséquences graves sur l'intérêt que pourrait représenter notre profession pour de jeunes professionnels qui devraient accepter de limiter leurs revenus dans les premières années de leur carrière. Il serait en effet beaucoup plus

difficile dans ce nouveau contexte de convaincre un investisseur de déboursier à même ses contributions un courtage initial équivalent à ce qu'un conseiller peut toucher actuellement. Dans une industrie où l'état de la relève est déjà préoccupant, ces changements ne feraient rien pour améliorer la situation.

- **Difficulté d'établir une équité entre le secteur bancaire et les indépendants.**

Actuellement, plusieurs conseillers oeuvrant dans le secteur bancaire sont rémunérés sur la base d'un salaire fixe assorti d'une bonification en fin d'année basée sur leur niveau de production. En comparaison, les conseillers dans le secteur des indépendants agissent comme travailleurs autonomes et ne peuvent compter que sur les courtages et les commissions de suivi générés par leurs activités. Dans ce contexte, nous nous interrogeons sur la façon d'établir un niveau de transparence équivalent dans les deux réseaux en ce qui concerne la divulgation du mode de rémunération des conseillers. Il serait facile pour les joueurs du secteur bancaire d'inclure les coûts de rémunération de leurs conseillers à même les charges d'exploitation des fonds et divulguer au client que le conseiller ne touche aucune rémunération directe relativement à son travail. Le client n'aurait alors aucune idée de quelle partie des frais de gestion qu'il paye va à la rémunération de son conseiller et l'objectif des mesures proposées serait alors évacué. Bref, nous croyons que de modifier la structure actuelle où les clients peuvent comparer facilement les coûts de détention totaux par l'entremise du frais de gestion total briserait l'équité actuelle entre les secteurs bancaire et indépendant.

- **Réduction de l'offre pour les investisseurs.** La proposition des ACVM prévoit que la rémunération des courtiers et conseillers serait composée d'une combinaison de courtages déduits directement sur l'investissement du client et de commissions de suivi négociées avec le client. Ainsi, pour arriver à maintenir un niveau de revenu relativement stable, les conseillers n'auraient d'autre choix que de recourir, pour les nouveaux dépôts, à une combinaison des deux sources de revenu, ce qui forcerait les investisseurs à amputer leur investissement initial d'un certain pourcentage. En éliminant les frais d'acquisition reportés, tel que proposé par les ACVM, et remplacer cette forme de rémunération par celle décrite plus haut serait préjudiciable à long terme aux investisseurs.

En effet, en supposant que les frais de gestion chargés par les OPC soient réduits de ,20 %, comme le fait présentement Fidelity, nous avons testé plusieurs scénarios de combinaison de frais de courtage et de commission de suivi sur une période de 7 ans, soit la période de temps applicable aux frais de rachat. Or, il appert que dans la majorité des scénarios étudiés, l'investisseur avait à la fin de cette période une valeur de ses investissements supérieure avec un fonds à frais d'acquisition reporté comparativement à un fonds acquis avec un frais de courtage. La raison principale de cet écart provient du fait que la commission de départ, réduisant le montant

investi, cause une perte de rendement supérieure au frais supplémentaire de gestion attribuable au frais d'acquisition reporté.

Bref, non seulement cette solution pourrait s'avérer plus coûteuse en terme de frais pour les investisseurs, mais elle pourrait aussi se traduire par une performance inférieure de leur placement dans le temps. De plus, comme le démontre l'expérience américaine, les petits investisseurs ayant à assumer des frais de courtage plus élevés seraient encore plus dommageable.

## **4 Autres pistes de solution à envisager**

Tel que mentionné d'entrée de jeu, nous sommes favorables à ce que l'industrie procède à un examen en profondeur des enjeux actuels et nous souhaitons contribuer au débat en faisant part aux ACVM de quelques pistes de solutions supplémentaires qui pourraient être envisagées.

### **4.1 Revoir les frais d'administration fixes**

Tel que mentionné par les ACVM<sup>18</sup>, certains OPC ont introduit le concept de frais d'administration fixes dans le but de stabiliser les frais des OPC. Or, une conséquence de cette pratique est qu'il devient impossible pour les investisseurs de profiter des économies d'échelle liées à la croissance de l'actif du fonds. Il pourrait donc être pertinent de revoir cette pratique afin d'encourager les OPC à faire profiter leurs clients des économies d'échelle réalisées.

### **4.2 Uniformiser la structure de rémunération à travers l'industrie**

À notre avis, une des façons les plus simples et efficaces de réduire les conflits d'intérêt potentiels lorsqu'un conseiller se retrouve devant deux produits similaires mais dont les structures de rémunération diffèrent serait de réglementer ou à tout le moins de plafonner les structures de commissionnement des séries de fonds actuelles afin d'assurer une uniformité à travers l'industrie. Ainsi, les sociétés d'OPC pourraient se faire concurrence strictement sur la qualité de leurs produits et de leurs services sans être tentées d'augmenter la rémunération de leurs produits afin d'accroître leur actif sous gestion. Cette façon de faire profiterait aux clients tout en nécessitant des investissements minimales de la part des OPC et des courtiers.

### **4.3 Divulguer le RFG sur les relevés des clients**

Tel que nous l'avons mentionné précédemment, nous croyons que le principal problème relié aux préoccupations soulevées par les ACVM se situe au niveau de la littératie financière des clients et non pas nécessairement au mode de fonctionnement de l'industrie. Les clients désirent savoir combien coûte la détention des produits qui leurs

---

<sup>18</sup> ACVM, *Document de discussion et de consultation 81-407 – Les frais des organismes de placement collectif* (Décembre 2012), p.21

sont proposés. Ils ont déjà accès à l'information sur le mode de calcul de la rémunération de leur courtier et nous croyons que l'introduction du projet d'information au moment de la souscription viendra pallier au manque d'information observé en libéralisant l'information à ce sujet. Les clients n'auront alors plus à éplucher les centaines de pages des prospectus afin d'obtenir l'information sur la rémunération de leur conseiller, mais y auront plutôt accès facilement par l'intermédiaire de l'*Aperçu du fonds*. Ainsi, comme nous l'avons mentionné dans le cadre de la consultation sur le *Projet de Règlement modifiant le Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites et Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites - Information sur les coûts, rapports sur le rendement et relevé du client*, il nous apparaîtrait plus judicieux de fournir aux clients, au moins une fois par année, l'information sur le ratio de frais de gestion de chacun des fonds qu'ils détiennent. Ceci réduirait la confusion chez les clients en leur fournissant une information claire, concise et comparable sur le coût total qu'ils ont eu à déboursier pour détenir chacun des actifs de leur portefeuille, tout en limitant les bouleversements majeurs au sein de l'industrie.

#### **4.4 Ajout d'une obligation d'information des investisseurs par rapport aux différentes options de rémunération de leur conseiller**

Toujours dans le but d'améliorer la transparence de l'information transmise aux investisseurs, nous serions favorables à l'implantation de mesures obligeant les conseillers et les courtiers à informer leurs clients des différentes structures de rémunération disponibles sur le marché. Cette divulgation se fait déjà dans le cadre du document d'information sur la relation dont les modalités sont décrites dans le Règlement 31-103, mais elle pourrait être bonifiée de façon à clarifier davantage, voire même uniformiser les définitions incluses dans le document d'information remis au client lors de l'ouverture de son compte.

## **5 Conclusion**

Nous nous sommes efforcés tout au long de ce mémoire de faire ressortir le fait qu'il existait bien chez les investisseurs un problème de compréhension de la façon dont fonctionnent les frais liés aux OPC, mais que ce problème ne s'étendait pas nécessairement à la structure même de l'industrie. En termes clairs, les clients ne comprennent pas nécessairement quels sont les coûts reliés à la détention d'OPC, mais ils ne payent pas nécessairement plus cher que leurs voisins américains pour détenir ces produits. Il existe des moyens d'augmenter la transparence et la compréhension des investisseurs sans avoir à recourir à des solutions radicales qui viendrait transformer profondément l'industrie financière au pays. Nous comprenons que les ACVM n'ont d'autres choix que de suivre attentivement les réformes entreprises dans d'autres pays en la matière. Toutefois, toutes ces réformes sont très récentes et il est impossible d'affirmer à l'heure actuelle qu'elles

auront un impact significatif à long terme sur le degré de compréhension des clients par rapport aux frais des OPC et à la structure de rémunération de leurs conseillers.

Par ailleurs, nous souhaitons aussi insister sur l'importance d'appliquer toute décision prise par les ACVM autant aux fonds mutuels qu'aux autres produits comparables afin d'éviter d'introduire un nouveau conflit d'intérêts potentiel pour les conseillers.

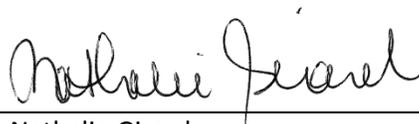
Si vous avez des questions relativement au présent mémoire, n'hésitez pas à nous contacter au 1-800-461-1345 ou à l'une ou l'autre des adresses courriel indiquées ci-bas.

Veillez agréer, mesdames, messieurs, l'expression de nos sentiments les meilleurs.



---

François Bruneau, MBA  
Directeur principal – Administration et opérations  
[fbruneau@gcloutier.com](mailto:fbruneau@gcloutier.com)



---

Nathalie Girard  
Directrice principale de la conformité  
[ngirard@gcloutier.com](mailto:ngirard@gcloutier.com)