

Avis 81-330 du personnel des ACVM*Le point sur la consultation relative aux commissions intégrées et les prochaines étapes*

Le 21 juin 2018

Introduction

Le 10 janvier 2017, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) ont publié le Document de consultation 81-408 des ACVM, *Consultation sur l'option d'abandonner les commissions intégrées* (le **document de consultation**). Le présent avis résume le processus de consultation et les commentaires reçus, puis annonce la décision des ACVM ainsi que les prochaines étapes.

Sommaire

Dans le document de consultation, nous signalions et analysions trois enjeux clés en matière de protection des investisseurs et d'efficience du marché soulevés par la pratique courante consistant, pour les gestionnaires de fonds d'investissement, à rémunérer les courtiers et leurs représentants pour la distribution de titres d'organismes de placement collectif (individuellement, un **OPC**) au moyen de commissions, notamment d'acquisition et de suivi (les **commissions intégrées**). Nous sollicitons aussi des commentaires sur l'option d'abandonner les commissions intégrées comme solution réglementaire aux enjeux soulevés, sur les répercussions potentielles d'un tel changement chez les participants au marché et les investisseurs, ainsi que sur les solutions de rechange susceptibles d'atténuer suffisamment les enjeux relevés.

Depuis la publication du document de consultation, nous avons évalué tous les commentaires soumis par écrit ou lors des nombreuses consultations tenues en personne tout au long du processus de consultation. Pour faire suite à cette évaluation, nous proposons que les modifications suivantes soient apportées au régime réglementaire :

- rehausser les règles et les indications visant à atténuer les conflits d'intérêts pour les courtiers et leurs représentants afin d'exiger que tous les conflits d'intérêts existants et raisonnablement prévisibles, y compris ceux découlant du paiement de commissions intégrées, soient réglés au mieux des intérêts des clients ou évités – voir l'Avis de consultation des ACVM publié aujourd'hui, qui vise à recueillir des commentaires sur une série de modifications proposées (les **projets de modification**) au *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le **Règlement 31-103**) et à l'*Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (l'**Instruction générale 31-103**); les obligations relatives aux conflits d'intérêts sont des exigences fondamentales qui encadrent la conduite des personnes inscrites afin de protéger les investisseurs, et les projets de modification viendront rehausser ces obligations;

- interdire toutes les formes d'options de frais d'acquisition reportés¹, y compris les options de frais d'acquisition réduits² (collectivement, l'**option des frais d'acquisition reportés**), et les commissions connexes versées au moment de la souscription, pour les titres d'OPC placés au moyen d'un prospectus;
- interdire le paiement de commissions de suivi aux courtiers qui ne procèdent pas à l'évaluation de la convenance à l'occasion du placement de titres d'OPC au moyen d'un prospectus, et interdire à ces courtiers de solliciter et d'accepter de telles commissions.

Nous croyons que ces modifications réglementaires, ainsi que plusieurs autres aspects des projets de modification, amélioreront considérablement les pratiques actuelles de manière à mieux concilier les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants avec ceux des investisseurs, et qu'ils clarifieront les services offerts à ces derniers ainsi que les coûts qui s'y rattachent. Nous nous attendons à ce que ces modifications répondent à chacun des enjeux importants soulevés dans le document de consultation en matière de protection des investisseurs et d'efficacité du marché, tout en en atténuant les répercussions défavorables potentielles pour les participants au marché et les investisseurs.

Nous comptons publier un avis de consultation des ACVM en septembre cette année. L'avis présentera des projets réglementaires prévoyant l'élimination de l'option des frais d'acquisition reportés et des versements de commissions de suivi aux courtiers qui ne réalisent pas d'évaluation de la convenance ainsi que des mesures transitoires.

Contexte du document de consultation

1. Principaux enjeux examinés

Le document de consultation signalait et analysait les trois enjeux clés suivants en matière de protection des investisseurs et d'efficacité du marché soulevés par les commissions intégrées :

- les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs;

¹ Dans le cadre de l'option des frais d'acquisition reportés, l'investisseur ne paie pas de frais d'acquisition lorsqu'il souscrit des titres du fonds, mais peut avoir à payer des frais de rachat au gestionnaire du fonds d'investissement (soit les frais d'acquisition reportés) s'il rachète ses titres avant la fin d'un délai déterminé, qui est habituellement de cinq à sept ans. Les frais de rachat diminuent en fonction d'un calendrier de rachat établi sur la durée de la période pendant laquelle l'investisseur détient les titres. Alors que l'investisseur ne verse pas de frais d'acquisition au courtier, celui-ci reçoit du gestionnaire de fonds d'investissement à la fois une commission au moment de la souscription (équivalent habituellement à 5 % du montant souscrit) et une commission de suivi (laquelle, pendant la période couverte par le calendrier de rachat, est généralement inférieure à la commission de suivi versée dans le cas des options de souscription avec ou sans frais prélevés à l'acquisition). Le gestionnaire de fonds d'investissement peut financer le paiement de la commission au moment de l'acquisition, engageant ainsi des frais de financement qui seront répercutés dans les frais de gestion prélevés sur le fonds.

² L'option des frais d'acquisition réduits est une sorte d'option des frais d'acquisition reportés, mais avec un calendrier de rachat plus court (habituellement de deux à quatre ans). Par conséquent, la commission au moment de la souscription et les frais de rachat sont moins élevés que dans le cas de l'option des frais d'acquisition reportés classique.

- l'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs;
- les commissions intégrées qui sont versées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs.

Le document de consultation présentait aussi des études et d'autres éléments probants démontrant la façon dont les commissions intégrées donnent lieu aux enjeux en matière de protection des investisseurs et d'efficience du marché. Plus précisément, les éléments probants recueillis montrent que les commissions intégrées peuvent avoir les effets suivants :

- elles peuvent inciter les gestionnaires de fonds d'investissement à privilégier la rémunération des courtiers plutôt que la génération de rendement pour accumuler des actifs gérés et les conserver, comportement qui peut entraîner la sous-performance et la hausse des prix au détail des produits d'investissement;
- elles peuvent inciter les courtiers et leurs représentants à offrir les titres de fonds qui leur procurent la rémunération la plus élevée ou à promouvoir uniquement ceux qui incluent une commission intégrée plutôt que de recommander un produit d'investissement mieux adapté;
- en raison de leur opacité et de leur complexité, elles peuvent empêcher les investisseurs d'évaluer et de gérer l'incidence des coûts de la rémunération des courtiers sur le rendement de leur investissement;
- elles peuvent amener les investisseurs à verser aux courtiers, indirectement sous la forme de frais de gestion de fonds, une rémunération qui ne reflète pas nécessairement le niveau des conseils et services qu'ils reçoivent réellement;

2. *Objet de la consultation*

Dans le document de consultation, les ACVM sollicitaient des commentaires précis, notamment des analyses et des perspectives fondées sur des éléments probants et des données, pour compléter ses consultations antérieures au sujet des frais des OPC³ et prendre une décision

³ Le document de consultation suit la consultation initiale lancée par les ACVM sur les frais des OPC avec la publication, le 13 décembre 2012, du Document de discussion et de consultation 81-407 des ACVM, *Les frais des organismes de placement collectif* (le **document de discussion**), dans lequel les ACVM exposaient pour la première fois leurs préoccupations concernant les frais des OPC, y compris les commissions intégrées, et sollicitaient des commentaires sur diverses options potentielles, dont l'option d'abandonner les commissions intégrées, afin de résoudre ces préoccupations. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la **CVMO**), l'Autorité des marchés financiers (l'**Autorité**) et la British Columbia Securities Commission (la **BCSC**) ont par la suite consulté en personne les parties prenantes pendant l'été et l'automne 2013 pour approfondir les thèmes abordés dans les mémoires, notamment : *i*) le rôle des commissions intégrées dans l'accès des petits investisseurs individuels aux conseils sur le marché canadien; *ii*) la nature et la portée des services reçus en échange des commissions de suivi, et *iii*) l'incidence des projets actuels en matière de communication d'information et l'opportunité d'effectuer d'autres interventions réglementaires. On trouvera un aperçu des thèmes principaux soulevés au cours du processus de consultation consécutif au document de discussion et des consultations en personne dans l'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*, publié le 19 décembre 2013.

éclairée sur l'opportunité d'abandonner ou non les commissions intégrées. En particulier, nos objectifs étaient les suivants :

- évaluer les effets potentiels de l'abandon des commissions intégrées sur les investisseurs et sur les participants au marché, notamment sur la prestation et l'accessibilité des conseils pour les investisseurs canadiens ainsi que sur les modèles d'entreprise et la structure du marché;
- trouver des mesures d'atténuation et des mesures transitoires susceptibles d'aider à diminuer les répercussions négatives de l'abandon des commissions intégrées;
- envisager des solutions de rechange permettant de gérer ou d'atténuer suffisamment les enjeux en matière de protection des investisseurs et d'efficience du marché que nous avons relevés.

3. *Processus de consultation*

La période de consultation de 150 jours a pris fin le 9 juin 2017. Nous avons reçu 142 mémoires de divers représentants du secteur et des investisseurs. Environ 84 % des mémoires émanaient d'intervenants du secteur (notamment de courtiers, de représentants, de gestionnaires de fonds d'investissement, d'associations sectorielles et de prestataires de services au secteur) et environ 16 %, de parties intéressées qui ne sont pas du secteur (notamment des investisseurs et des groupes de défense des investisseurs).

Après la publication du document de consultation, les ACVM ont procédé à de vastes consultations en personne, notamment en organisant des activités de communication avec des personnes inscrites, des séances publiques d'information, des rencontres individuelles et avec des groupes d'intervenants, des conférences, des assemblées locales et des tables rondes⁴. Ces consultations en personne, tenues dans divers territoires membres des ACVM au cours de l'année 2017, ont permis de recueillir des commentaires supplémentaires des intervenants. Elles ont permis, entre autres, d'obtenir de l'information sur les répercussions d'un abandon des commissions intégrées ainsi que sur des mesures de rechange pouvant aider à résoudre les enjeux soulevés dans le document de consultation et à réduire les risques de conséquences négatives pour le secteur des fonds et les investisseurs⁵. En outre, l'Autorité et l'Alberta Securities Commission (l'ASC) ont mené des recherches afin de mieux cerner les perceptions des investisseurs.

Nous remercions tous ceux et celles qui ont pris part à ce processus de consultation en soumettant des mémoires ou en participant aux échanges en personne susmentionnés. Nous leur savons gré d'avoir pris le temps de fournir des commentaires aussi détaillés, abondants et pertinents, notamment des données de recherche et autres, qui éclaireront notre décision sur les commissions intégrées. Nous présentons ci-après un aperçu des commentaires reçus

⁴ En 2017, les ACVM ont tenu plus de 40 consultations en personne avec divers intervenants.

⁵ Les solutions de rechange envisagées étaient notamment les suivantes : *i*) normaliser ou plafonner les commissions de suivi, *ii*) imposer des normes supplémentaires sur le recours à l'option des frais d'acquisition reportés, *iii*) améliorer les documents d'information, et *iv*) obliger les courtiers et représentants à offrir à tous les clients l'option de passer aux mécanismes de rémunération directe, outre l'option des commissions intégrées.

d'intervenants du secteur des fonds ainsi que d'investisseurs et de groupes de défense des investisseurs.

Commentaires recueillis

L'exposé qui suit résume les commentaires reçus dans le cadre de la consultation (mémoires et consultations en personne). Nous présentons séparément les opinions majoritaires et minoritaires des intervenants du secteur des fonds ainsi que des investisseurs et des groupes de défense des investisseurs. Nous analysons ensuite quelques projets mis en œuvre par l'Autorité et l'ASC pour mieux cerner les perceptions des investisseurs.

1. Secteur des fonds – position majoritaire

La majorité des intervenants du secteur des fonds s'oppose fortement à l'abandon de toutes les formes de commissions intégrées et à l'instauration de mécanismes de rémunération directe obligatoires.

Ci-dessous, nous présentons certains des thèmes clés avancés par ce groupe d'intervenants pour justifier son opposition à l'éventuel abandon des commissions intégrées.

i) Des réformes réglementaires récentes ou en cours pourraient suffire à résoudre les principaux enjeux

La majorité des intervenants critique le fait que la consultation est intervenue peu de temps après la mise en œuvre de nouvelles obligations d'information et d'autres propositions d'envergure pour le secteur des fonds qui, de leur point de vue, devraient pouvoir atténuer les enjeux décrits dans le document de consultation. Il s'agit notamment de la mise en œuvre de l'aperçu du fonds⁶, qui doit être remis au moment de la souscription (les **réformes du régime d'information au moment de la souscription**), du rapport annuel à fournir aux clients sur les frais et les autres formes de rémunération versées au courtier⁷ (les **réformes relatives à la deuxième phase du MRCC (Modèle de relation client-conseiller)**) et du lancement d'une consultation distincte sur les propositions visant à rehausser les obligations des personnes inscrites vis-à-vis de leurs clients⁸. À cet égard, des intervenants ont aussi fait remarquer que la mise en œuvre de ces deux réformes avait déjà permis d'améliorer la prise en compte des frais du fonds par les investisseurs et entraîné la baisse des offres assorties de l'option des frais d'acquisition reportés.

⁶ L'aperçu du fonds contient de l'information clé sur l'OPC, notamment sur les coûts et la rémunération du courtier, y compris le ratio des frais de gestion et les taux de commission de suivi.

⁷ Le rapport annuel sur les frais et les autres formes de rémunération indique au client le montant total de la commission de suivi reçue par le courtier sur les titres qu'il détient dans son compte.

⁸ Document de consultation 33-404 des ACVM, *Propositions de rehaussement des obligations des conseillers, des courtiers et des représentants envers leurs clients*, 28 avril 2016.

ii) *Les ACVM devraient réaliser d'autres études avant d'aller plus loin*

Plusieurs intervenants du secteur des fonds nous ont priés de ne pas adopter de mesures réglementaires substantielles avant d'avoir procédé à des travaux et à des études complémentaires. À cet égard, on nous a fait les suggestions suivantes :

- sonder les investisseurs pour connaître leurs préférences concernant la rémunération liée aux conseils et évaluer la réaction qu'ils auraient s'ils étaient obligés de payer directement l'obtention de conseils, de même que mener d'autres recherches afin d'évaluer les effets des mécanismes de rémunération directe sur les résultats obtenus par les investisseurs;
- étudier les forces du marché agissant déjà sur le secteur des fonds pour voir si les résultats obtenus par les investisseurs peuvent être améliorés sans intervention réglementaire. Il s'agit notamment d'évaluer la réduction des frais du fonds et de leur complexité (par la simplification des séries), la modification des flux de fonds attribuable au passage des séries comportant des commissions intégrées aux séries à honoraires, la modification des flux de fonds en faveur des fonds négociés en bourse (les **FNB**) et des innovations technologiques comme la croissance des conseillers en ligne;
- confier à un consultant indépendant la réalisation d'une analyse coûts-avantages exhaustive de l'abandon des commissions intégrées qui tient compte à la fois des coûts tangibles et intangibles de ce changement pour les participants du secteur;
- surveiller l'application des réformes du régime d'information au moment de la souscription et des réformes relatives à la deuxième phase du MRCC et évaluer leur incidence sur le comportement des investisseurs et des personnes inscrites avant de déterminer si des réformes supplémentaires sont nécessaires⁹.

iii) *Une interdiction pourrait entraîner des conséquences lourdes et inattendues pour le secteur des fonds et les investisseurs*

Beaucoup d'intervenants craignent que l'abandon de toutes les formes de commissions intégrées entraîne un certain nombre de conséquences négatives, tant pour les intervenants du secteur des fonds que pour les investisseurs, susceptibles même de l'emporter sur les avantages potentiels de l'interdiction. Il s'agit notamment des conséquences suivantes :

- *Réduction des options de rémunération offertes aux investisseurs* – Certains affirment que les investisseurs devraient continuer à avoir la latitude de choisir entre une commission intégrée et un mécanisme de rémunération directe (au lieu de toujours se voir imposer ce dernier conformément au modèle de la rémunération directe).

⁹ En août 2016, les ACVM ont entamé une étude pluriannuelle visant à mesurer les répercussions des réformes relatives à la deuxième phase du MRCC et des réformes du régime d'information au moment de la souscription sur les investisseurs et le secteur. Cette étude examinera les effets de ces réformes sur les connaissances, l'attitude et le comportement des investisseurs, les pratiques des personnes inscrites, les coûts des fonds et les produits offerts. L'étude, qui couvre la période de 2016 à 2019, devrait être terminée en 2021.

- *Renforcement de la concentration et diminution de la concurrence sur le marché* – Certains estiment que l’abandon des commissions intégrées pourrait être favorable aux entreprises de grande envergure et aux institutions financières intégrées verticalement¹⁰ qui dominent déjà le secteur canadien des fonds, et désavantager considérablement les sociétés plus petites et indépendantes, qui subiraient une baisse de leur rentabilité¹¹ et seraient forcées de se consolider, de réorienter leurs activités vers d’autres produits (comme les produits d’assurance) ou d’abandonner purement et simplement le secteur. L’opinion partagée par beaucoup d’intervenants du secteur des fonds est que l’interdiction pourrait conférer un avantage concurrentiel aux grandes sociétés indépendantes et aux sociétés intégrées verticalement, aux dépens des gestionnaires de fonds d’investissement et courtiers indépendants. Bon nombre estiment en outre qu’une interdiction pourrait donc accroître la concentration et restreindre la concurrence sur le marché, entraînant éventuellement la diminution des produits offerts, des choix proposés aux investisseurs et des innovations sur le marché ainsi que des hausses de prix au fil du temps.
- *Incapacité à traiter tous les conflits d’intérêts* – Certains soutiennent que l’interdiction pourrait ne pas permettre d’éliminer tous les conflits d’intérêts susceptibles d’influer sur les recommandations des courtiers et sur les résultats obtenus par les investisseurs¹². Des intervenants affirment, par exemple, que les conflits découlant de l’appartenance du courtier à un groupe peuvent être encore plus défavorables aux investisseurs que ceux découlant des commissions intégrées puisque le courtier appartenant à un groupe peut favoriser des produits exclusifs dans ses recommandations. Ils notent aussi qu’une interdiction pourrait augmenter les cas de conflits d’intérêts liés au recours à des mécanismes de rémunération directe¹³.

¹⁰ Dans le secteur, on estime que les grandes institutions financières intégrées verticalement pourraient être moins touchées par l’abandon des commissions intégrées du fait de leur « réseau de courtiers captifs », de leur capacité à s’interfinancer à l’interne en réaffectant les coûts et les sources de revenus entre leurs diverses branches d’activités, et de leur capacité à rémunérer leur courtier (entité de courtage) du même groupe grâce à des paiements autres que les commissions de suivi (comme des transferts de paiement à l’interne). Par contraste, le secteur soutient que les courtiers indépendants n’ont pas la capacité d’interfinancer les coûts de leurs services et doivent donc assumer la plupart des charges administratives et d’exploitation ainsi que les salaires de leur personnel administratif et de gestion.

¹¹ Dans le secteur, on soutient que les petits courtiers indépendants devront faire face à une baisse de rentabilité pour diverses raisons, notamment parce que le passage aux mécanismes de rémunération directe pourrait exiger la mise en œuvre de changements importants au modèle d’entreprise des courtiers, comme des changements à leurs systèmes de technologie de l’information et à leurs processus opérationnels et de conformité. Ces changements risquent d’entraîner une hausse des coûts qui ne sera pas absorbée facilement, accentuant les mouvements de consolidation et d’intégration verticale. Le secteur estime aussi que les petits courtiers indépendants, qui traitent principalement avec les clients du marché de masse, pourraient cesser d’être viables économiquement si, par suite de l’interdiction, ces clients cessaient de leur demander conseil et si les sociétés touchées se retrouvaient dans l’incapacité de compenser la perte de revenus et les coûts de la transition.

¹² Les intervenants font état des conflits d’intérêts inhérents aux mécanismes de rémunération et aux incitatifs visés dans l’Avis 33-318 du personnel des ACVM, *Analyse des pratiques de rémunération des représentants*, publié le 15 décembre 2016 (l’**Avis 33-318 du personnel des ACVM**).

¹³ Par exemple, certains intervenants ont fait remarquer que les mécanismes de rémunération à honoraires (dans lesquels les investisseurs versent à leur courtier des honoraires fondés sur un pourcentage des actifs administrés du client) peuvent donner lieu à une diminution indue des services, qui consiste à placer les actifs d’un investisseur

- *Arbitrage réglementaire* – Pour beaucoup d’intervenants, les courtiers titulaires de deux permis et leurs représentants pourraient être incités à faire baisser les ventes de titres d’OPC et à augmenter à l’inverse celles de produits financiers autres que des valeurs mobilières assortis de commissions intégrées, notamment les produits d’assurance (par exemple, les fonds distincts) et les produits bancaires (les CPG ou les billets à capital protégé, par exemple). On note aussi que dans d’autres pays où les commissions intégrées ont été abandonnées (comme les Pays-Bas, le Royaume-Uni et l’Australie), l’abandon a été étendu à tous les produits d’investissement, dont les produits bancaires et d’assurance.
- *Conséquences fiscales* – Selon de nombreux intervenants, les mécanismes de rémunération directe peuvent entraîner l’application de la TPS/TVH ou des gains ou pertes en capital lorsque les frais de service sont payés par le rachat périodique de titres de fonds détenus dans le compte du client.
- *Effets sur le recrutement de conseillers financiers et la planification des successions* – Des intervenants estiment qu’en cas d’interdiction des commissions intégrées, les nouveaux conseillers financiers pourraient avoir plus de difficultés à accéder au marché et à se bâtir une clientèle. Ils font valoir qu’habituellement, ces conseillers commencent leur carrière en fournissant des services-conseils aux nouveaux investisseurs et aux petits épargnants, pour lesquels les comptes à honoraires peuvent être coûteux. D’autres avancent que cette restriction, combinée à l’alourdissement du fardeau réglementaire, rendra ce choix de carrière moins attrayant, réduira le nombre de candidats à la profession de conseiller et empêchera la planification de la succession des conseillers désireux de prendre leur retraite, puisqu’il risque d’y avoir moins de relève au grand nombre de conseillers approchant de la retraite.

Beaucoup d’intervenants soutiennent aussi que les investisseurs du marché de masse, dont les actifs à investir sont inférieurs à 100 000 \$, pourraient être particulièrement touchés par les effets négatifs de l’abandon des commissions intégrées, notamment :

- *Hausse des coûts des conseils financiers et potentiellement des coûts d’investissement dans leur ensemble* – Selon les intervenants, les commissions intégrées permettent aux courtiers et à leurs représentants d’offrir des conseils aux investisseurs du marché de masse à un prix inférieur à celui qu’ils auraient normalement facturé dans le cadre d’un mécanisme de rémunération directe¹⁴. Ils soutiennent que, si le secteur est obligé de passer au modèle de rémunération directe, les investisseurs du marché de masse devront payer plus cher pour recevoir les mêmes conseils en personne que ceux qu’ils reçoivent

dans un compte à honoraires dans le seul but de percevoir des honoraires de conseils sur une base régulière, mais sans fournir de conseils et de services, ou très peu, à l’investisseur.

¹⁴ Des intervenants du secteur affirment que dans le modèle des commissions intégrées, le coût de la prestation de conseils et de services aux investisseurs du marché de masse est financé par les investisseurs aisés qui investissent dans le fonds. L’élimination potentielle de cette mutualisation des frais payés par les investisseurs aisés et par ceux du marché de masse peut pousser à la hausse le prix des services offerts à ces derniers. Les intervenants du secteur des fonds estiment aussi que l’administration des comptes à honoraires est généralement plus onéreuse pour les courtiers que celle des comptes avec commissions intégrées, car les coûts d’administration et de conformité sont plus élevés.

actuellement. Cette hausse des coûts des conseils, en plus du coût récurrent du produit (les frais de gestion), peut faire grimper le coût total de détention par rapport au coût total payé en vertu du modèle actuel des commissions intégrées (dès lors que les coûts du produit ne sont pas réduits pour compenser la hausse du coût des conseils).

- *Risque que les courtiers cessent ou diminuent les services qu'ils offrent sur le marché de masse* – Les intervenants indiquent que les comptes inférieurs à 100 000 \$ pourraient ne pas être rentables pour plusieurs courtiers dans le cadre d'un mécanisme de rémunération directe¹⁵. De nombreux courtiers pourraient donc choisir de n'offrir leurs services qu'aux investisseurs dont le patrimoine a une valeur nette moyenne ou élevée et de diminuer ou cesser les services aux investisseurs du marché de masse.
- *Réduction de l'accès ou du recours aux conseils* – Les intervenants font valoir que les investisseurs du marché de masse pourraient ne pas avoir les moyens d'assumer les coûts potentiellement plus élevés des conseils en personne découlant des mécanismes de rémunération directe et pourraient avoir moins accès aux conseils si les courtiers cessent ou diminuent les services qu'ils leur offrent (comme mentionné précédemment). Ils soutiennent aussi que ces investisseurs pourraient recourir moins souvent aux conseils en personne du fait de leur réticence à payer directement pour l'obtention de conseils. À cet égard, le secteur soutient que cette réticence peut être due au fait qu'ils semblent préférer le modèle des commissions intégrées¹⁶ ou qu'en l'absence d'un cadre de référence quant à la valeur des services financiers, ils sont incapables d'évaluer le caractère raisonnable des frais payés directement pour les conseils ou de négocier ces frais. Ils affirment aussi que, si les investisseurs du marché de masse ont moins accès ou recours aux conseils, ils pourraient se retrouver avec moins d'épargne disponible au moment de la retraite.
- *Risque que d'autres formes de conseils ne correspondent pas aux besoins des investisseurs* – Selon certains mémoires, les investisseurs qui ne peuvent avoir accès à des conseils en personne ou se permettre de payer pour en obtenir, ou qui ne veulent pas en assumer les coûts selon des mécanismes de rémunération directe, peuvent n'avoir d'autre choix que de se tourner vers le réseau des courtiers exécutants (qui ne prodiguent pas de conseils) ou vers des réseaux de conseils automatisés à faible coût, même s'il est possible que ni l'un ni l'autre ne corresponde à leurs besoins ou à leur volonté.

¹⁵ Les intervenants du secteur font valoir que ces comptes pourraient ne pas être rentables en raison de la perte de l'interfinancement inhérent au modèle des commissions intégrées et à la hausse des coûts d'administration des comptes à honoraires, comme mentionné à la note de bas de page 14.

¹⁶ Certains sondages réalisés auprès des investisseurs à la demande du secteur des fonds indiquent que les investisseurs ont une nette préférence pour le modèle des commissions intégrées par rapport à celui de la rémunération directe. Ainsi, selon un sondage de mai 2017 sur la perception des investisseurs mené par The Gandalf Group à la demande de Placements AGF Inc. : *i*) lorsqu'on leur a demandé de choisir entre une rémunération directe et une rémunération indirecte pour l'obtention de conseils, 55 % des investisseurs se sont déclarés en faveur de la rémunération indirecte, et *ii*) 24 % ont affirmé qu'en cas d'élimination des commissions intégrées et d'adoption d'une obligation pour les conseillers de facturer directement leurs clients, ils seraient moins enclins à demander des conseils.

iv) *Nécessité d'envisager des solutions de rechange à l'interdiction susceptibles de réduire les répercussions défavorables*

Même si plusieurs intervenants du secteur contestent les éléments probants que nous avons présentés dans le document de consultation sur les problèmes issus des commissions intégrées, ils admettent le bien-fondé de certaines de nos préoccupations et reconnaissent qu'il y aurait matière à amélioration. Ils prient donc les ACVM d'envisager des solutions de rechange susceptibles, selon eux, d'améliorer les résultats obtenus par les investisseurs tout en limitant autant que possible les éventuelles perturbations pour les participants au marché. Les suggestions les plus courantes étaient les suivantes :

- *Surveiller et assurer le respect des règles en vigueur sur les pratiques commerciales des fonds* – Des intervenants nous suggèrent de procéder à un examen de conformité global et concerté aux règles actuelles, notamment aux règles sur les pratiques commerciales des OPC prévues par le *Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif* (le **Règlement 81-105**) et aux obligations des personnes inscrites prévues par le Règlement 31-103, en plus de la prise de mesures d'application de la loi pour dissuader les contrevenants.
- *Mettre à jour les règles actuelles sur les pratiques commerciales des fonds* – Beaucoup proposent d'étendre l'application du Règlement 81-105 à d'autres produits d'investissement analogues vendus au public et sur les marchés dispensés, au motif que des produits similaires devraient recevoir un traitement identique.
- *Mettre en œuvre des réformes visant à améliorer les obligations des personnes inscrites envers leurs clients* – De nombreux intervenants nous ont aussi suggéré de continuer à apporter des modifications au Règlement 31-103. On nous propose, en particulier, de traiter les conflits d'intérêts inhérents à tous les types de mécanismes de rémunération, et de rehausser les obligations de connaissance du client, de connaissance du produit et de convenance au client afin de tenir compte des coûts de chaque produit recommandé au client et des répercussions de l'ensemble des frais. D'autres proposent aussi de renforcer les normes de compétence et de formation continue, en particulier pour ce qui est de la détection et de l'atténuation des conflits d'intérêts, et d'instaurer des restrictions sur l'utilisation des titres professionnels.
- *Concentrer les efforts sur le rehaussement des obligations d'information afin d'améliorer la culture financière des investisseurs* – Par exemple, certains estiment que, pour donner une image complète des coûts grevant l'investissement d'un client, il faudrait étendre le rapport annuel fourni aux clients sur les frais et autres formes de rémunération versés aux courtiers afin d'y inclure de l'information sur les coûts des produits d'OPC (frais de gestion, frais d'administration et frais d'opérations) prélevés sur les fonds détenus par les clients.
- *Obliger les courtiers à offrir l'option de la rémunération directe* – Des intervenants proposent d'obliger les courtiers à offrir aux clients des options de rémunération directe en plus des options de rémunération intégrée et d'expliquer les implications de chaque choix au moment de l'ouverture du compte.

- *Mieux faire correspondre le niveau des commissions intégrées versées avec les services fournis aux investisseurs* – Les commentaires varient, mais proposent généralement les solutions suivantes : *i)* prescrire une liste de services minimaux que les courtiers et représentants doivent fournir aux investisseurs en échange des commissions intégrées perçues, *ii)* rehausser les obligations des courtiers afin de les obliger à établir des politiques et procédures ainsi que des contrôles de surveillance pour s’assurer que les investisseurs bénéficient d’un niveau de conseils et de services en adéquation avec la rémunération versée (qu’elle soit intégrée ou non), et *iii)* obliger les courtiers à conclure avec leurs clients des ententes sur le niveau de service indiquant les frais intégrés perçus ainsi que les conseils et services fournis par le courtier en échange de tels frais.
- *Plafonner ou normaliser les commissions intégrées* – De nombreux intervenants nous ont suggéré de prendre des mesures pour contrôler les commissions intégrées versées aux courtiers, par exemple, *i)* en imposant un taux maximal de commission de suivi (un « plafond ») pour l’ensemble des catégories d’actifs, ou un taux particulier pour chaque type de catégorie d’actifs, *ii)* en fixant, au lieu de plafonner, un taux particulier pouvant s’appliquer à l’ensemble des catégories d’actifs, ou un taux particulier pour chaque type de catégorie d’actifs, *iii)* en obligeant le gestionnaire de fonds d’investissement à normaliser les taux dans une même famille de fonds, par exemple, selon la catégorie d’actifs, l’option d’achat ou le mode de distribution.
- *Normaliser les conventions de désignation pour les séries de fonds* – Certains estiment que des conventions de désignation normalisées pourraient permettre de réduire la complexité à laquelle les investisseurs font face et d’accroître la comparabilité des ratios des frais de gestion, des commissions de suivi et du rendement entre familles de fonds et catégories de fonds, ce qui, à terme, pourrait simplifier la tarification des titres d’OPC.
- *Éliminer ou réglementer l’utilisation de l’option des frais d’acquisition reportés ou n’en permettre l’utilisation que selon des lignes directrices établies* – Diverses solutions sont suggérées : *i)* éliminer l’option des frais d’acquisition reportés, *ii)* éliminer l’option des frais d’acquisition reportés classique, mais conserver l’option des frais d’acquisition réduits, *iii)* permettre l’utilisation de ces options selon les directives établies (par exemple, améliorer les indications relatives à la convenance pour l’option des frais d’acquisition reportés afin d’y inclure la prise en compte de l’âge du client et de l’horizon temporel de l’investissement), *iv)* obliger les courtiers, plutôt que les investisseurs, à acquitter les frais de rachat.
- *Interdire aux courtiers exécutants de recevoir la totalité des commissions de suivi sur les OPC* – Des intervenants proposent de n’autoriser que les séries d’OPC qui ne versent pas de commissions de suivi (la série F, par exemple) ou qui versent des commissions de suivi réduites (la série D, par exemple, dont les commissions de suivi sont au maximum de 0,25 %) dans le réseau des courtiers exécutants.
- *Augmenter les possibilités de distribution directe de titres de fonds aux clients* – Certains suggèrent, par exemple, que les investisseurs indépendants soient autorisés à souscrire des titres d’OPC sans commissions intégrées (par exemple, les séries F) directement auprès des gestionnaires de fonds d’investissement sans passer par un courtier.

- *Obliger les représentants ne distribuant que des produits exclusifs à ne porter que le titre de « vendeur »* – Certains courtiers indépendants proposent que les courtiers qui vendent uniquement des produits exclusifs ne portent que le titre de « vendeur ».

2. Secteur des fonds – position minoritaire

Bien que la majorité des intervenants issus du secteur des fonds s'oppose à l'abandon des commissions intégrées, une minorité de représentants, de courtiers et de gestionnaires de fonds d'investissement, dont les modèles d'entreprise ne reposent généralement pas sur les commissions intégrées, s'y montre favorable. De façon générale, ceux-ci soutiennent que l'interdiction aurait pour effet :

- de réduire les barrières à l'entrée sur le marché pour les nouveaux fournisseurs de produits, ce qui pourrait augmenter l'offre de produits novateurs et à faible coût sur le marché;
- d'accroître la transparence des coûts, l'accessibilité des produits et la concurrence sur les coûts, ce qui devrait permettre d'élargir la diversité des produits d'investissement offerts, et notamment d'accroître l'offre de produits d'investissement à faible coût;
- d'éliminer la partialité dont les courtiers et représentants peuvent faire preuve à l'égard d'un produit et de s'assurer que les décisions d'investissement sont fondées sur la convenance du produit plutôt que sur la rémunération qu'ils reçoivent du fournisseur du produit;
- d'encourager les représentants à privilégier la qualité du produit, dont le coût constitue un élément important, ce qui pourrait entraîner de meilleurs rendements pour les investisseurs;
- de permettre aux représentants de mettre en relief leur proposition de valeur et aux investisseurs de bien comprendre le coût des services qu'ils reçoivent.

3. Investisseurs et groupes de défense des investisseurs – position majoritaire

La majorité des investisseurs et des groupes de défense des investisseurs s'est déclarée nettement favorable à l'abandon des commissions intégrées. Voici quelques-unes des principales raisons invoquées par ce groupe en faveur de l'interdiction :

- *La séparation des coûts liés aux conseils et des coûts liés au produit est nécessaire pour réduire la partialité et privilégier la qualité* – Des intervenants font valoir qu'il est essentiel de séparer les coûts liés aux conseils et les coûts liés au produit d'investissement dans le but : *i)* d'éliminer la partialité dont le représentant peut faire preuve lorsqu'il recommande un produit, *ii)* d'inciter le représentant à privilégier davantage des facteurs qui sont plus conformes à l'intérêt du client, comme la qualité et le coût du produit, *iii)* d'accroître la transparence et la concurrence sur les coûts du produit et des conseils, *iv)* de réduire les barrières à l'entrée sur le marché et de favoriser l'innovation, et *v)* de permettre aux courtiers et représentants de faire ressortir leur proposition de valeur auprès de leurs clients.

- *La communication d'information ne suffit pas à résoudre les conflits d'intérêts inhérents à la rémunération* – Les intervenants avancent aussi que les conflits d'intérêts inhérents à la rémunération dans le secteur financier, comme ceux découlant des commissions intégrées, ne peuvent être résolus par la seule communication d'information, et ce, même si l'information est mise en évidence, claire et précise et indique au client les implications et les conséquences du conflit d'intérêts. Ils soutiennent, à cet égard, que, bien que les réformes du régime d'information au moment de la souscription et celles relatives à la deuxième phase du MRCC soient utiles, elles ne règlent pas la question des structures de rémunération qui entraînent des conseils partiels.
- *L'interdiction n'occasionnera pas de carence en matière de conseils pour les investisseurs du marché de masse, mais suscitera au contraire l'émergence d'options plus efficaces* – De nombreux intervenants soutiennent que l'interdiction créera un environnement favorable au développement et à l'expansion des conseils en ligne ainsi que d'autres formes novatrices de prestation de conseils, ce qui amènera le secteur des fonds à proposer des options d'investissement plus transparentes et financièrement avantageuses. Des intervenants notent cependant que, si l'interdiction des commissions intégrées ne devrait pas exacerber la carence en matière de conseils, il se pourrait tout de même que certains investisseurs ne soient pas en mesure d'obtenir des conseils dans la forme qu'ils préfèrent (en personne, par exemple) et soient contraints de se tourner vers d'autres formes de conseils (par exemple, en ligne).

La majorité des investisseurs et des groupes de défense des investisseurs favorables à l'abandon des commissions intégrées prie les ACVM de prendre un certain nombre d'autres mesures réglementaires pour améliorer la relation conseiller-client, notamment les mesures suivantes :

- *Interdire aux courtiers exécutants de recevoir des commissions de suivi sur les OPC* – Des intervenants affirment que les courtiers exécutants devraient, sans tarder, être tenus de n'offrir que des séries de fonds sans commission de suivi (comme la série F) et facturer directement aux investisseurs une commission ou une autre forme de rémunération directe pour les seuls services d'exécution qu'ils fournissent.
- *Adopter une norme légale d'agir au mieux des intérêts du client et rehausser les obligations prévues par le Règlement 31-103* – Selon certains intervenants, les membres des ACVM devraient instaurer une norme légale d'agir au mieux des intérêts du client et proposer d'autres réformes au Règlement 31-103, comme celles des projets de modification.
- *Obliger les sociétés de courtage n'offrant que des produits exclusifs à élargir leur gamme de produits* – Des intervenants suggèrent d'obliger les sociétés qui n'offrent actuellement que des produits exclusifs à ouvrir leur gamme de produits à ceux de tiers, de façon à ce que les recommandations soient faites dans l'intérêt des clients. Ils appellent aussi à une surveillance accrue de la conformité des sociétés offrant une combinaison de produits exclusifs et de produits non exclusifs pour s'assurer que les incitatifs de vente, les barèmes de rémunération, les cibles de performance et les paiements de transfert internes ne favorisent pas la vente de produits exclusifs.
- *Obliger les représentants ne distribuant que des produits exclusifs à ne porter que le titre de « vendeur »* – Conformément à la suggestion faite par certains courtiers indépendants,

certaines proposent que les courtiers ne vendant que des produits exclusifs ne soient pas autorisés à déclarer qu'ils fournissent des conseils au mieux des intérêts des investisseurs, et par conséquent, leurs représentants ne devraient pouvoir utiliser que le titre de « vendeur » afin d'exclure tout malentendu.

- *Surveiller et assurer le respect des règles en vigueur sur les pratiques commerciales des fonds* – Des intervenants proposent que les ACVM, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM**) et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (**ACFM**) prennent immédiatement des mesures pour surveiller étroitement le respect des règles en vigueur et veiller à les appliquer lorsque des mécanismes de rémunération à l'origine d'un conflit d'intérêts contreviennent à la réglementation ou aux indications comme celles exposées dans les récents avis des ACVM et des organismes d'autoréglementation¹⁷.
- *Mettre à jour les règles actuelles sur les pratiques commerciales des fonds* – Des intervenants proposent de moderniser le Règlement 81-105 pour y englober toutes les pratiques commerciales ayant cours dans le secteur à l'heure actuelle et en étendre l'application à d'autres produits que les OPC.
- *Revoir toutes les structures de rémunération présentant des conflits d'intérêts* – Des intervenants ont aussi fait valoir que tous les types de mécanismes de rémunération susceptibles d'influer sur les conseils devraient être simultanément interdits, notamment :
i) les commissions intégrées versées par des tiers concernant n'importe quelle valeur mobilière et non uniquement les titres d'OPC, *ii)* les commissions d'indication de clients, *iii)* les commissions versées au courtier (courtages) qui sont prélevées sur les commissions de placement, *iv)* les avantages pécuniaires ou non pécuniaires octroyés par les gestionnaires de fonds d'investissement aux courtiers et représentants dans le cadre d'activités de commercialisation et de formation menées en vertu du Règlement 81-105, et *v)* les paiements de transfert internes effectués par des sociétés intégrées verticalement aux courtiers du même groupe pour la vente de produits d'investissement.

4. Investisseurs et groupes de défense des investisseurs – position minoritaire

Une petite minorité d'investisseurs a exprimé des craintes quant à une interdiction des commissions intégrées et appuie, dans une certaine mesure, la position majoritaire adoptée par les intervenants du secteur des fonds. De façon générale, ce groupe d'intervenants affirme que l'abandon des commissions intégrées pourrait avoir comme conséquences :

- la hausse des coûts des conseils pour les petits investisseurs;
- un manque de contrôle des investisseurs sur le coût des conseils, puisque nombre de petits investisseurs seront incapables de négocier ces coûts;

¹⁷ Voir l'Avis 33-318 du personnel des ACVM, le Bulletin N° 0705-C de l'ACFM (15 décembre 2016) et les avis 16-0297 (15 décembre 2016) et 17-0093 (27 avril 2017) de l'OCRCVM.

- une baisse de la demande de conseils par les investisseurs du fait de leur réticence à payer directement pour en obtenir et de leur préférence pour le modèle actuel des commissions intégrées;
- la nécessité pour certains investisseurs de recourir à d'autres formes de conseils qui ne concordent pas nécessairement avec leurs besoins;
- l'impossibilité d'éliminer tous les conflits d'intérêts en matière de rémunération, voire l'émergence éventuelle de nouveaux conflits;
- l'augmentation de la part de marché des sociétés intégrées verticalement au détriment des sociétés indépendantes, avec comme corollaire la hausse de la distribution des produits exclusifs et la réduction de l'éventail de produits offerts aux investisseurs au fil du temps.

5. *Apport des recherches menées auprès des investisseurs*

Outre les opinions exprimées dans les mémoires et lors des consultations en personne, l'Autorité et l'ASC ont recueilli de l'information grâce aux recherches qu'elles ont menées dans leurs territoires respectifs en 2017.

Plus précisément, l'Autorité a organisé trois discussions de groupe avec un total de 27 investisseurs individuels pour jeter un éclairage sur leurs perceptions et leurs connaissances concernant :

- les services financiers qu'ils reçoivent de leurs courtiers et représentants;
- le mode de rémunération de leurs courtiers, le montant de la rémunération et la nature des services payés;
- trois options courantes de rémunération des courtiers (rémunération à honoraires, commissions de suivi et option des frais d'acquisition reportés).

Les réponses recueillies au cours de ces séances de discussion ont été très enrichissantes et permis à l'Autorité de mieux comprendre les perceptions ainsi que le point de vue de certains investisseurs. On trouvera plus d'information sur les discussions menées par l'Autorité avec des groupes d'investisseurs sur le site Web de l'Autorité.

L'ASC a aussi réalisé un sondage en ligne auprès des Albertains qui sont des investisseurs ou qui le seront probablement au cours des cinq prochaines années. Le sondage avait pour but d'évaluer la compréhension et l'opinion des participants au sujet des commissions intégrées. Au total, 808 Albertains y ont répondu. On trouvera un résumé des réponses au sondage sur le site Web de l'ASC.

Décision en matière réglementaire

Après examen des commentaires reçus et de l'information recueillie grâce au processus de consultation, nous proposons les changements réglementaires suivants :

- rehausser les règles et les indications visant à atténuer les conflits d'intérêts pour les courtiers et leurs représentants afin d'exiger que tous les conflits d'intérêts existants ou raisonnablement prévisibles, y compris ceux découlant du paiement de commissions intégrées, soient traités au mieux des intérêts des clients ou évités – voir l'Avis de consultation des ACVM publié aujourd'hui, qui vise à recueillir des commentaires sur les projets de modification;
- interdire toutes les formes d'option de frais d'acquisition reportés, ainsi que les commissions connexes versées au moment de la souscription, pour les titres d'OPC placés au moyen d'un prospectus (au sens de la législation en valeurs mobilières);
- interdire le paiement de commissions de suivi aux courtiers qui ne procèdent pas à l'évaluation de la convenance à l'occasion du placement de titres d'OPC au moyen d'un prospectus, et interdire à ces courtiers de solliciter et d'accepter de telles commissions.

Nous présentons en détail ci-dessous chacune de ces propositions de modification réglementaire et exposons les projets connexes visant à améliorer l'information fournie ainsi que les raisons pour lesquelles nous ne proposons pas l'abandon de toutes les commissions intégrées. Nous indiquons aussi les avantages et les effets potentiels de ces modifications sur les investisseurs et les participants au marché dans un avis de consultation des ACVM que nous prévoyons publier en septembre de cette année.

1. Rehaussement des règles visant à atténuer les conflits d'intérêts et indications à l'intention des courtiers et représentants

Selon le document de consultation, le paiement de commissions intégrées encourage un comportement sous-optimal de la part des participants au marché des fonds d'investissement, notamment des gestionnaires de fonds d'investissement et des courtiers et représentants, ce qui réduit l'efficacité du marché et nuit aux résultats obtenus par l'investisseur. Ces enjeux semblent résulter des conflits d'intérêts inhérents aux commissions intégrées. Nous constatons, par exemple, que les commissions intégrées peuvent inciter les courtiers et leurs représentants à favoriser les titres de fonds qui leur procurent la rémunération la plus élevée ou à promouvoir uniquement ceux qui comportent une commission intégrée, aux dépens d'autres facteurs comme la qualité du produit. Ces incitatifs peuvent avoir une incidence sur la gamme de produits offerts et sur les recommandations faites aux clients.

Il s'agit, selon nous, de questions fondamentales pouvant entraîner un décalage entre les intérêts des participants au marché et ceux des investisseurs auxquels ils fournissent des services. Nous estimons, par conséquent, qu'une intervention réglementaire est nécessaire pour réduire les conflits d'intérêts inhérents à la rémunération intégrée et pour s'assurer que les intérêts des investisseurs priment. Nous proposons donc de rehausser les règles et les indications visant à atténuer les conflits d'intérêts pour les courtiers et représentants grâce aux projets de modification.

Plus précisément, et comme il est mentionné à la section 2 de la partie 13 du projet de modification du Règlement 31-103, publié aujourd'hui pour consultation, nous proposons que les règles soient modifiées afin d'obliger les sociétés inscrites et leurs représentants à traiter tous les conflits d'intérêts existants et raisonnablement prévisibles au mieux des intérêts du client. Si le conflit ne peut être traité au mieux des intérêts du client, la personne inscrite doit l'éviter. Nous proposons également de nouvelles obligations de consigner les conflits d'intérêts relevés ainsi que la façon dont ils ont été traités au mieux des intérêts du client, et des obligations rehaussées de déclarer ces conflits aux clients.

Comme cela est indiqué plus particulièrement dans le projet de modification de la section 2 de la partie 13 de l'Instruction générale 31-103, nous sommes d'avis que constitue un conflit d'intérêts le fait pour une personne inscrite de recevoir une rémunération de tiers (y compris des commissions intégrées). L'expression « rémunération de tiers » reçoit une définition large : tout avantage pécuniaire ou non pécuniaire qu'une partie autre que le client d'une personne inscrite octroie ou devrait octroyer directement ou indirectement à cette dernière parce que le client achète un titre ou en a la propriété par l'entremise de la personne inscrite. Nous considérerons aussi comme un conflit d'intérêts toute situation dans laquelle une personne inscrite reçoit d'un tiers une rémunération plus importante pour la vente et la recommandation de certains titres que pour d'autres.

Par conséquent, et comme mentionné dans le projet de modification de la section 2 de la partie 13 de l'Instruction générale 31-103, dans la mesure où une société inscrite offre à ses clients des titres lui permettant de recevoir une rémunération de tiers (y compris des commissions intégrées), nous nous attendons à ce qu'elle soit en mesure de démontrer que la composition de sa gamme de produits ainsi que les recommandations faites au client sont fondées sur la qualité des titres et non sur la rémunération offerte par un tiers à l'égard de ces titres. Il s'agit d'un aspect fondamental de notre projet qui, nous l'espérons, aidera à atténuer considérablement les conflits d'intérêts inhérents à la rémunération de tiers et à affermir la relation entre les clients et les personnes inscrites. À la section 2 de la partie 13 de l'Instruction générale 31-103, nous donnons aussi des exemples de contrôles que ces dernières pourraient mettre en place pour réduire les conflits d'intérêts inhérents aux rémunérations de tiers.

Nous sommes conscients que ces dispositions auront une incidence sur la distribution de toutes les valeurs mobilières, au-delà des titres d'OPC. Nous constatons que les enjeux relevés ne sont pas propres aux OPC et qu'il serait donc opportun d'appliquer ces principes d'atténuation des conflits d'intérêts à toutes les valeurs mobilières distribuées par une personne inscrite. En outre, le rehaussement des exigences visant à atténuer les conflits d'intérêts permettrait de traiter de façon globale tous les types de conflits découlant des pratiques commerciales, de mécanismes de rémunération et de mesures incitatives pouvant influencer sur les recommandations des courtiers (comme la vente de produits exclusifs) et non uniquement les conflits inhérents à la rémunération intégrée pour les titres d'OPC.

Par ailleurs, ainsi que le prévoient les projets de modification, le rehaussement des mesures d'atténuation des conflits d'intérêts s'accompagne de propositions additionnelles visant à protéger encore davantage les intérêts des investisseurs. En voici quelques exemples :

- L'obligation de convenance au client sera une nouvelle obligation fondamentale en vertu de laquelle la personne inscrite devra donner préséance aux intérêts du client au moment

de procéder à l'évaluation de la convenance. Le représentant devra aussi, en vertu de cette même obligation, tenir expressément compte des coûts potentiels ou réels sur les rendements du client.

- En vertu de l'obligation de connaissance du client, le représentant sera tenu de recueillir de l'information plus précise et exhaustive sur la situation personnelle, les besoins et objectifs, le profil de risque et l'horizon de placement du client, ce qui viendra renforcer l'obligation rehaussée de convenance au client.
- Une obligation de connaissance du produit sera formulée expressément afin d'appuyer l'obligation rehaussée de convenance au client. Les sociétés inscrites seront, par exemple, tenues de bien comprendre les éléments essentiels des titres offerts aux clients, notamment les frais initiaux et continus associés à chaque titre, l'incidence de ces frais, de même qu'une comparaison entre le titre proposé au client et les titres similaires offerts sur le marché.
- Une société devra rendre publique toute information qu'un client potentiel jugerait importante pour décider s'il souhaite faire affaire avec elle. Il s'agirait notamment de fournir une description générale des types de compte, produits et services qu'offre la société ainsi que de l'information sur les frais et autres coûts facturés aux clients et sur la rémunération de tiers associée à ces produits, services et comptes.

Nous prévoyons que ces propositions permettront d'améliorer considérablement la relation entre les personnes inscrites et leurs clients et de donner lieu à des recommandations plus conformes à l'intérêt des clients. Nous nous attendons aussi à ce que l'effet combiné de ces propositions permette la prestation de conseils et de services correspondant mieux aux besoins et objectifs des investisseurs et favorisant, au fil du temps, la concurrence et l'efficacité du marché.

Comme l'indique également l'avis de consultation des ACVM publié aujourd'hui, les ACVM, l'OCRCVM et l'ACFM sont déterminés à apporter les changements au cœur des projets de modification qui exigeraient que les personnes inscrites favorisent les intérêts des clients et leur donnent préséance. Il s'agit là d'une modification fondamentale qui privilégie les intérêts des clients dans la relation client-personne inscrite.

2. Abandon de l'option des frais d'acquisition reportés

De notre point de vue, les conflits d'intérêts inhérents à l'option des frais d'acquisition reportés donnent lieu à certaines pratiques problématiques et préjudiciables aux investisseurs qui nécessitent une intervention réglementaire. Nous considérons, et plusieurs intervenants parmi les membres du secteur et les investisseurs sont du même avis, que les conflits d'intérêts inhérents à cette option sont généralement difficiles à résoudre au mieux des intérêts des investisseurs et qu'elle devrait donc être éliminée.

Il faut remarquer qu'au Canada, l'option des frais d'acquisition reportés semble relativement populaire puisqu'elle représente une part importante des actifs d'OPC canadiens. À la fin de décembre 2016, 18 % du total des actifs d'OPC étaient détenus selon l'option des frais

d'acquisition reportés (dont 5 % selon l'option des frais d'acquisition réduits)¹⁸. L'option des frais d'acquisition reportés tend aussi à être une option de souscription répandue parmi les gestionnaires de fonds d'investissement indépendants¹⁹. Notons, par ailleurs, que le marché canadien des OPC se distingue par sa dépendance relative à l'option des frais d'acquisition reportés. Cette option représente, par exemple, presque 20 % des actifs des OPC au Canada, contre moins de 1 % aux États-Unis et en Europe.

L'option des frais d'acquisition reportés semble être une option intéressante pour les courtiers et les représentants au Canada, car elle leur procure une commission initiale, versée par le gestionnaire de fonds d'investissement et non par l'investisseur, pouvant atteindre 5 % du montant de la souscription, en plus de la commission de suivi. Par comparaison, d'autres options de souscription, comme celle des frais prélevés à l'acquisition, obligent généralement le courtier et l'investisseur à négocier la commission initiale, qui est habituellement versée directement par l'investisseur au moment de la souscription et incluse dans le produit de l'acquisition. Actuellement, ces commissions peuvent atteindre 5 %, mais dans la plupart des cas, elles sont en deçà de ce chiffre, voire parfois de 0 %²⁰. De notre point de vue, le fait que, dans l'option des frais d'acquisition reportés, la rémunération initiale soit plus élevée et provienne d'un tiers crée un conflit d'intérêts qui peut inciter les courtiers et représentants à favoriser cette option par rapport à d'autres qui pourraient mieux convenir aux investisseurs.

Le document de consultation mettait en lumière plusieurs pratiques établies et problématiques associées à l'option des frais d'acquisition reportés. On notait, par exemple, que le recours à cette option pouvait causer des lacunes dans l'évaluation de la convenance. Un examen ciblé des activités de négociation avec option des frais d'acquisition reportés mené par l'ACFM en 2015²¹ l'a bien démontré, en ce qui concerne, en particulier, les investisseurs âgés. Entre autres pratiques, l'examen a révélé que des titres de fonds avec option des frais d'acquisition reportés dont les calendriers de rachat étaient plus longs que l'horizon de placement ont été vendus à des clients, et des titres de fonds assortis de cette option ont été vendus à des clients de plus de 70 ans²².

¹⁸ Concernant la hausse de ces options au cours des quelques dernières années, on constate que le montant d'actifs d'OPC détenus en vertu de l'option des frais d'acquisition reportés classique a augmenté de 3 % entre 2010 et 2015, tandis que le montant d'actifs d'OPC détenus selon l'option des frais d'acquisition réduits a augmenté de 101 % sur la même période. Il se trouve aussi que plusieurs gestionnaires de fonds d'investissement ont récemment abandonné ou annoncé qu'ils abandonneront l'option des frais d'acquisition reportés classique.

¹⁹ Par exemple, en 2016, l'option des frais d'acquisition reportés représentait 21 % des ventes brutes de titres de fonds pour les gestionnaires de fonds d'investissement indépendants et 31 % des actifs des fonds.

²⁰ La commission initiale versée dans le cadre de l'option des frais prélevés à l'acquisition a généralement baissé au cours des dernières années. Cette baisse s'explique par plusieurs facteurs, notamment la concurrence entre les courtiers (qui peuvent aussi offrir des options de souscription sans frais d'acquisition, donc sans commission initiale).

²¹ ACFM, Bulletin N° 0670-C, *Rapport sur l'examen des FAR 2015*, 18 décembre 2015. Voir aussi le Bulletin N° 0705-C, *Examen de la rémunération, des incitatifs et des conflits d'intérêts*, 15 décembre 2016, dans lequel l'ACFM relève les pratiques de rémunération et mesures incitatives qui augmentent le risque de mauvais placement sous l'option des frais d'acquisition reportés.

²² De même, en juillet 2015, le service des inspections de l'Autorité a publié un bulletin *Info-Conformité* (volume 4, numéro 5) signalant des risques importants de non-conformité à l'obligation de connaissance du client chez les courtiers en épargne collective du Québec. En particulier, les systèmes de conformité de certains courtiers

En décembre 2016, l'ACFM a relevé d'autres pratiques en matière de rémunération et d'incitatifs accentuant le risque de mauvais placements sous l'option des frais d'acquisition reportés²³. Les dossiers de mise en application de l'ACFM révèlent que l'option des frais d'acquisition reportés peut inciter les courtiers et leurs représentants à promouvoir des stratégies de levier financier inadéquates ou à multiplier les opérations dans les comptes de leurs clients²⁴.

Bien que l'option des frais d'acquisition reportés semble, à première vue, avantageuse pour les investisseurs puisqu'elle ne les oblige pas à verser une commission initiale, elle peut néanmoins influencer sur l'investisseur en modifiant considérablement son comportement. En effet, l'option des frais d'acquisition reportés le tient « captif » en raison des frais qui s'appliquent lorsque les titres sont rachetés dans un délai déterminé suivant l'acquisition (généralement dans les sept ans suivant la date de souscription pour l'option des frais d'acquisition reportés classique). Cette pénalité peut dissuader fortement les investisseurs de demander le rachat de leurs titres ou de modifier la répartition de leurs actifs, même lorsque le fonds affiche systématiquement un piètre rendement, que survient un besoin imprévu de liquidités ou que leur situation financière change. Les études empiriques commandées par les ACVM sur les frais des OPC²⁵ montrent les effets que la pénalité de rachat peut avoir sur l'investisseur, notamment le fait que parmi toutes les options de souscription analysées, les investissements réalisés sous l'option des frais d'acquisition reportés présentent la plus faible sensibilité au rendement passé²⁶.

En outre, la complexité de cette option d'investissement peut empêcher l'investisseur de connaître et de comprendre les coûts associés aux fonds²⁷. Par exemple, les plaintes exprimées par les investisseurs et d'autres éléments probants recueillis tendent à démontrer que, malgré l'information qui leur a été fournie, les investisseurs peuvent ne pas saisir que les acquisitions réalisées selon cette option donneront lieu à des frais de rachat si le rachat est demandé avant l'expiration du calendrier connexe.

Nous craignons aussi que l'utilisation de l'option des frais d'acquisition reportés entraîne à la hausse les coûts liés aux fonds. En effet, les coûts qu'un gestionnaire de fonds d'investissement doit assumer pour payer la commission prélevée à la souscription sur les acquisitions réalisées

permettaient la distribution de titres de fonds assortis de l'option des frais d'acquisition reportés avec calendriers de rachat à des investisseurs ayant un horizon de placement à court terme.

²³ ACFM, Bulletin N° 0705-C, *Examen de la rémunération, des incitatifs et des conflits d'intérêts*, 15 décembre 2016.

²⁴ Voir, par exemple, les actions contre Enzo DeVuono, George William Popovich, Michael Darrell Harvey, Tony Siu Fai Tong, Jacqueline De Backer, Carmine Paul Mazzotta et David John Ireland.

²⁵ Douglas Cumming, Sofia Johan et Yelin Zhang, « A Dissection of Mutual Fund Fees and Performance », 8 février 2016, http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category8/rp_20160209_81-407_dissection-mutual-fund-fees.pdf.

²⁶ Les investissements réalisés selon l'option de la rémunération à honoraires affichent la sensibilité la plus élevée, suivis de ceux réalisés selon l'option des frais prélevés à l'acquisition et enfin de ceux réalisés selon l'option sans frais d'acquisition (auquel cas aucune commission d'acquisition n'est versée au courtier).

²⁷ Par exemple, l'option des frais d'acquisition reportés présente diverses caractéristiques, comme un calendrier de rachat, des frais de rachat, des commissions au moment de la souscription et des mécanismes de conversion automatique qui ensemble peuvent être difficiles à comprendre pour les investisseurs.

selon l'option des frais d'acquisition reportés sont financés à partir des frais de gestion annuels du fonds. À moins de regrouper les investisseurs sous l'option des frais d'acquisition reportés dans une série de fonds distincte à laquelle les coûts de financement des commissions prélevées au moment de la souscription sont entièrement attribués, tous les investisseurs dans le fonds assument ces coûts de financement, quelle que soit leur option de souscription. D'où la question de l'équité en ce qui a trait aux investisseurs qui ont choisi l'option avec frais prélevés à l'acquisition, puisqu'ils financent la commission versée au moment de la souscription sur les transactions effectuées selon l'option des frais d'acquisition reportés et, par conséquent, paient des frais de gestion plus élevés qu'ils ne l'auraient fait autrement²⁸. En outre, la commission versée au moment de la souscription ne concorde pas toujours avec les services fournis aux investisseurs à ce moment.

Nous sommes d'avis que les pratiques problématiques et préjudiciables aux investisseurs évoquées précédemment sont importantes et démontrent la nécessité de changement. Les inspections de la conformité, les dossiers de mise en application, les plaintes des investisseurs, les recherches universitaires et les groupes de discussion avec divers investisseurs individuels mettent en lumière ces pratiques problématiques ainsi que les préjudices en découlant pour les investisseurs et confirment le besoin d'une intervention réglementaire. Par conséquent, nous proposons d'interdire toutes les formes d'option des frais d'acquisition reportés, ainsi que les commissions connexes versées au moment de la souscription, pour les titres d'OPC placés au moyen d'un prospectus (au sens de la législation en valeurs mobilières).

Ce changement devrait permettre d'éliminer les pratiques problématiques et les préjudices subis par les investisseurs du fait de l'utilisation de l'option des frais d'acquisition reportés et apporter un certain nombre d'avantages potentiels. Nous nous attendons, par exemple, à ce que l'élimination de cette option lève les conflits d'intérêts qui en découlent, favorise des évaluations de la convenance plus conformes aux besoins et objectifs des investisseurs et leur permette de modifier leurs investissements pour améliorer leur situation financière. Elle devrait aussi permettre de réduire la complexité des fonds et, par conséquent, simplifier l'information fournie au sujet des frais, ce qui pourrait aider les investisseurs à mieux comprendre et maîtriser les coûts associés à la rémunération des conseillers. Nous nous attendons également à une légère baisse des frais de gestion des fonds et de l'interfinancement des coûts avec le temps.

3. Abandon des commissions de suivi lorsqu'aucune évaluation de la convenance n'est réalisée

Le document de consultation soulignait les préoccupations entourant les frais versés lors de la distribution de titres d'OPC par l'intermédiaire du réseau des courtiers exécutants. Les courtiers exécutants se bornent principalement à exécuter des ordres et ne font pas de recommandations en matière d'investissement. Bien que les services offerts par les courtiers exécutants soient limités,

²⁸ On constate que très peu de gestionnaires de fonds d'investissement canadiens offrent des séries de fonds distinctes pour chaque option de souscription. Et dans ce cas, les frais de gestion de chaque série reflètent les coûts de placement respectifs de chaque série, réduisant l'interfinancement du coût des commissions entre les investisseurs qui paient les frais à l'acquisition et ceux qui choisissent l'option des frais d'acquisition reportés. Les frais de gestion des séries assorties de l'option des frais d'acquisition reportés semblent plus élevés que ceux des séries dont les frais sont prélevés à l'acquisition, ce qui prouve que l'option des frais d'acquisition reportés entraîne des coûts plus élevés.

avec peu d'exceptions, ceux-ci reçoivent habituellement les mêmes commissions de suivi que les courtiers de plein exercice. On se retrouve ainsi avec des investisseurs indépendants qui détiennent des titres d'OPC acquis par l'intermédiaire de courtiers exécutants, mais paient des conseils qu'ils n'ont pas reçus ni sollicités.

Il faut remarquer que les gestionnaires de fonds d'investissement ont, au cours des dernières années, tenté de résoudre ce problème en offrant des séries de fonds à rabais par le réseau des courtiers exécutants. Généralement appelées « série D », ces séries comportent des commissions de suivi inférieures à celles facturées dans le cas des séries classiques offertes par les courtiers qui font des recommandations en matière d'investissement. Les rabais sont censés tenir compte du fait que les investisseurs employant le réseau des courtiers exécutants prennent habituellement leurs propres décisions d'investissement et ne reçoivent aucun conseil.

Bien que l'accessibilité des titres de série D ait graduellement progressé au cours des dernières années, on constate qu'à l'heure actuelle, la plupart des gestionnaires de fonds d'investissement n'offrent toujours pas cette série dans leur portefeuille d'OPC. Ceux qui le font ne l'offrent généralement que pour certains fonds. En outre, même lorsque le gestionnaire de fonds d'investissement inclut cette série parmi les options de souscription, les courtiers peuvent ne pas proposer ces titres de série D à leurs clients. Par conséquent, et comme l'indique le document de consultation, sur les actifs de 30 milliards de dollars détenus dans des OPC souscrits par l'intermédiaire du réseau des courtiers exécutants à la fin de 2015, seuls 4,6 milliards étaient réellement détenus dans une série de titres d'OPC à rabais. Il en ressort que 83 % des actifs d'OPC utilisant le réseau des courtiers exécutants demeurent investis dans des séries avec commissions de suivi intégrales²⁹.

De notre point de vue, les frais déboursés par la vaste majorité des investisseurs indépendants dans ce réseau ne semblent pas concorder avec la nature des services qu'ils reçoivent, qui se limitent à l'exécution d'ordres. De plus, nous ne voyons aucune justification possible à la pratique consistant à verser à des courtiers exécutants des commissions de suivi récurrentes pour la vente des titres d'OPC. Par exemple, d'autres valeurs mobilières, notamment la plupart des titres de FNB, sont généralement achetées et vendues avec prélèvement des frais au moment de la transaction. Ce paiement récurrent peut donc être considéré comme incitant à la distribution de titres d'OPC prévoyant de tels paiements, au détriment de ceux qui n'en prévoient pas (paiement pour figurer dans la gamme de produits), ce qui donne lieu à un conflit d'intérêts³⁰. C'est particulièrement le cas lorsque le courtier exécutant reçoit la même commission de suivi que le courtier de plein exercice (dont le montant vise normalement à rémunérer les courtiers de plein exercice pour les conseils qu'ils fournissent en matière d'investissement). Par ailleurs, nous estimons que ces frais limitent également la connaissance et la compréhension par les

²⁹ Voir les tableaux 13 et 15, qui figurent respectivement dans les pages 43 et 45 du document de consultation.

³⁰ Le 9 avril 2018, l'OCRCVM a publié l'Avis 18-0075 de l'OCRCVM (l'**Avis de l'OCRCVM**), qui prévoit des indications sur la gestion des conflits d'intérêts inhérents à l'offre de fonds assortis de commissions de suivi récurrentes à des courtiers membres de l'OCRCVM. L'OCRCVM s'attend à ce que les courtiers membres proposent, dans la mesure du possible, des fonds comportant des commissions de suivi réduites, comme les titres de série D, et si aucun titre de série D n'est offert, de rembourser au client la partie de la commission de suivi qui a trait aux services continus de conseil (ou autres mesures analogues).

investisseurs des frais liés à l'acquisition de ces produits par l'intermédiaire du réseau des courtiers exécutants.

Il faut en outre remarquer que les enjeux évoqués précédemment ne sont pas propres à l'acquisition de titres d'OPC dans le réseau des courtiers exécutants. Ces enjeux touchent toutes les situations dans lesquelles des courtiers reçoivent une commission de suivi alors qu'ils ne réalisent pas d'évaluation de la convenance (par exemple, lorsqu'un courtier ne procède pas à l'évaluation de la convenance relativement à un « client autorisé » qui a renoncé à se prévaloir de cette obligation de convenance).

Pour gérer les conflits d'intérêts potentiels dans le réseau des courtiers exécutants et dans d'autres réseaux où les courtiers ne font pas de recommandations en matière d'investissement, et pour mieux faire correspondre les frais payés avec les services reçus, nous proposons d'interdire aux gestionnaires de fonds d'investissement de payer des commissions de suivi et aux courtiers de solliciter et d'accepter ces commissions (que ce soit pour des conseils ou pour tout autre service) lorsque le courtier ne réalise pas d'évaluation de la convenance de titres d'OPC placés au moyen d'un prospectus.

Nous comptons que ces modifications auront des avantages positifs pour les investisseurs, en particulier la réduction des conflits d'intérêts ainsi qu'une meilleure concordance entre les coûts facturés et les services fournis. Nous nous attendons aussi à un recours accru à d'autres formes de paiement plus transparentes (comme les courtages).

4. Propositions réglementaires connexes visant à améliorer l'information fournie

Le 19 avril 2018, l'ACFM a publié un document de travail afin de consulter les intéressés sur l'ajout potentiel d'information à fournir sur les coûts liés aux fonds d'investissement (le **document de travail de l'ACFM**)³¹. Ce document présente diverses approches pouvant être ajoutées aux obligations d'information actuelles pour mieux permettre aux investisseurs de comprendre les coûts récurrents de chacun de leurs fonds d'investissement ainsi que le coût total de leurs investissements. Nous appuyons les efforts déployés à cette fin par l'ACFM pour tenter de rehausser l'information fournie actuellement, et nous prévoyons collaborer plus étroitement avec l'ACFM et l'OCRCVM pour faire avancer cet important projet.

5. Motifs de la décision des ACVM de ne pas interdire toutes les formes de commissions intégrées

Le document de consultation examinait l'option d'abandonner toutes les formes de commissions intégrées en réponse aux enjeux qu'elles soulèvent en matière de protection des investisseurs et d'efficacité du marché.

Nous proposons plutôt ici un ensemble de réformes qui, selon nous, répondront à chacun de ces enjeux, tout en limitant les répercussions défavorables potentielles pour les participants au marché et les investisseurs. Ainsi, nous avons pris en compte les inquiétudes exprimées par les intervenants selon lesquels l'abandon de toutes les formes de commissions intégrées pourrait

³¹ Voir le Bulletin N° 0748-P de l'ACFM, à l'adresse suivante : <http://mfda.ca/bulletin/bulletin0748/?fr=1>

entraîner un certain nombre de conséquences négatives pour les participants au marché comme pour les investisseurs. Surtout, cet ensemble de réformes s'étend au-delà des conflits d'intérêts découlant des commissions intégrées et vise à régler tous les types de conflits d'intérêts susceptibles d'inciter les personnes inscrites à adopter un mauvais comportement et de compromettre les intérêts des investisseurs (comme ceux attribuables à la vente de produits exclusifs).

Nous croyons donc que l'orientation proposée fait écho aux commentaires que nous avons recueillis, et en particulier aux points de vue partagés par plusieurs intervenants du secteur et investisseurs, qui nous prient :

- d'instaurer des règles visant à traiter de façon globale tous les conflits d'intérêts pouvant influencer sur les recommandations des courtiers, y compris ceux inhérents aux commissions intégrées;
- d'éliminer l'option des frais d'acquisition reportés;
- d'éliminer les commissions de suivi versées aux courtiers exécutants.

Une fois que les changements d'ordre réglementaire proposés et les projets de modification seront mis en œuvre, nous effectuerons un suivi pour savoir dans quelle mesure ces changements ont permis de régler les principaux enjeux relevés dans le document de consultation, et notamment si la gestion des conflits d'intérêts liés aux commissions intégrées est adéquate.

Prochaines étapes

Au cours de l'exercice 2018-2019, nous poursuivrons la mise en œuvre de chacun des éléments de notre décision en matière réglementaire.

En particulier, en septembre de cette année, nous prévoyons publier un avis de consultation des ACVM qui comprendra les éléments suivants :

- une étude d'impact de la réglementation concernant les avantages et les répercussions potentiels des modifications réglementaires proposées sur les investisseurs et les participants au marché;
- des projets de règlements visant l'élimination de l'option des frais d'acquisition reportés et des commissions de suivi versées aux courtiers qui ne réalisent pas d'évaluation de la convenance;
- des mesures transitoires.

Cet avis donnera aux intervenants une nouvelle occasion d'apporter une contribution significative aux consultations. Après sa publication, certaines autorités membres des ACVM pourraient tenir des consultations en personne pour discuter des modifications réglementaires proposées.

Nous comptons aussi examiner et évaluer tous les commentaires reçus concernant les projets de modification de même que coordonner les questions d'ordre réglementaire entourant ces deux projets. En outre, nous continuerons d'échanger avec d'autres organismes de réglementation chargés de superviser des produits d'investissement autres que des valeurs mobilières au sujet de l'évolution de ces propositions de modification réglementaire.

Questions

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

<p>Hugo Lacroix Directeur principal des fonds d'investissement Autorité des marchés financiers Téléphone : 514 395-0337, poste 4461 Sans frais : 1 800 525-0337, poste 4461 hugo.lacroix@lautorite.qc.ca</p>	<p>Mathieu Simard Conseiller expert, Fonds d'investissement Autorité des marchés financiers Téléphone : 514 395-0337, poste 4471 Sans frais : 1 800 525-0337, poste 4471 mathieu.simard@lautorite.qc.ca</p>
<p>Jason Alcorn Conseiller juridique principal Commission des services financiers et des services aux consommateurs Nouveau-Brunswick Téléphone : 506 643-7857 jason.alcorn@fcnb.ca</p>	<p>Ashlyn D'Aoust Senior Legal Counsel Alberta Securities Commission Téléphone : 403 355-4347 ashlyn.daoust@asc.ca</p>
<p>Wayne Bridgeman Deputy Director, Corporate Finance Commission des valeurs mobilières du Manitoba Téléphone : 204 945-4905 wayne.bridgeman@gov.mb.ca</p>	<p>Heather Kuchuran Senior Securities Analyst Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan Téléphone : 306 787-1009 heather.kuchuran@gov.sk.ca</p>
<p>Raymond Chan Acting Director Investment Funds and Structured Products Commission des valeurs mobilières de l'Ontario Téléphone : 416 593-8128 rchan@osc.gov.on.ca</p>	<p>Ami Iaria Senior Legal Counsel Legal Services, Capital Markets Regulation British Columbia Securities Commission Téléphone : 604 899-6594 aiaria@bcsc.bc.ca</p>
<p>Melody Chen Senior Legal Counsel Legal Services, Corporate Finance British Columbia Securities Commission Téléphone : 604 899-6530 mchen@bcsc.bc.ca</p>	<p>Chantal Mainville Senior Legal Counsel Investment Funds and Structured Products Commission des valeurs mobilières de l'Ontario Téléphone : 416 593-8168 cmainville@osc.gov.on.ca</p>

<p>Danielle Mayhew Legal Counsel Alberta Securities Commission Téléphone : 403 592-3059 danielle.mayhew@asc.ca</p>	<p>Dennis Yanchus Senior Economist Strategy and Operations – Economic Analysis Commission des valeurs mobilières de l'Ontario Téléphone : 416 593-8095 dyanchus@osc.gov.on.ca</p>
<p>Andrew Papini Legal Counsel Investment Funds and Structured Products Commission des valeurs mobilières de l'Ontario Téléphone : 416 263-7652 apapini@osc.gov.on.ca</p>	