

AVIS DE CONSULTATION

PROJET DE RÈGLEMENT 23-102 SUR LE PAIEMENT DES SERVICES D'EXÉCUTION D'ORDRES ET DE LA RECHERCHE AU MOYEN DES COURTAGES (ACCORDS DE PAIEMENT INDIRECT AU MOYEN DES COURTAGES)

I. INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation le projet de *Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages)* (le « projet de règlement ») ainsi que le projet d'Instruction générale relative au Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages) (« le projet d'instruction générale »). La période de consultation prend fin le [90^e jour après la date de publication].

Le projet de règlement devrait être pris sous forme de règlement [en Colombie-Britannique], [en Alberta], au Manitoba, en Ontario, au Québec et [en Nouvelle-Écosse] [, sous forme de règlement de la Commission en Saskatchewan et sous forme d'instruction dans les autres territoires représentés au sein des ACVM]. [Le projet d'instruction générale devrait être mis en œuvre à titre d'instruction dans tous les territoires représentés au sein des ACVM.]

II. CONTEXTE

Le régime actuel

Les dispositions actuelles sur les biens et services que les conseillers peuvent obtenir auprès des courtiers ou par leur entremise en les payant au moyen des courtages sont prévues par la *Policy 1.9 Use by Dealers of Brokerage Commissions as Payment for Goods or Services other than Order Execution Services -- ("Soft Dollar" Deals)* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et le règlement de l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») intitulé *Instruction générale Q-20, L'emploi du courtage sur les titres gérés*¹ (les « dispositions actuelles »). En vertu des dispositions actuelles, qui sont pratiquement identiques, les seuls services qu'un gérant (c'est-à-dire une société de gestion) peut payer au moyen des courtages sont les « services reliés à la prise de décision d'investissement » et les « services d'exécution d'ordres », pour autant qu'ils ne profitent pas au gérant, mais à ses bénéficiaires. Les dispositions actuelles précisent que ces services peuvent être fournis directement par un courtier ou par un tiers.

Document de réflexion 23-402 La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages

Le 4 février 2005, le personnel de l'Autorité, de l'Alberta Securities Commission, de la British Columbia Securities Commission, de la Commission des valeurs mobilières du Manitoba et de la CVMO a publié le Document de réflexion 23-402 *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages* (le « document de réflexion »). Ce document exposait un certain nombre de questions liées à la meilleure exécution et aux accords de paiement indirect au moyen des courtages en vue de les discuter et d'obtenir des réactions. Les accords de paiement indirect au moyen des courtages (*soft dollars*) s'entendent de la pratique des conseillers consistant à utiliser les courtages pour payer des produits ou services liés à la négociation de titres, notamment des conseils, de la recherche et des outils d'analyse, en plus de payer pour l'exécution des opérations. Nous avons indiqué dans le document de réflexion que ces accords comprennent à la fois les services groupés fournis aux conseillers par les courtiers et la pratique des conseillers consistant à verser à des tiers une partie des courtages payés aux courtiers.

¹ L'Instruction générale Q-20 a force de règlement depuis l'entrée en vigueur de l'article 100 de la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières* (L.Q. 2001, chapitre 38) en juin 2003.

Au nombre des préoccupations importantes que suscitent les accords de paiement indirect au moyen des courtages, nous avons soulevé dans le document de réflexion la question des conflits d'intérêts qu'ils peuvent entraîner. Ces accords peuvent inciter les conseillers à faire passer leurs intérêts avant ceux de leurs clients, en les poussant notamment à diriger les opérations vers certains courtiers en échange de biens et de services avantageux pour eux mais pas pour leurs clients. Nous avons également signalé comme conflit d'intérêts possible la sélection des courtiers en fonction de ces accords plutôt que de la qualité d'exécution des opérations, ce qui est contraire à l'obligation des conseillers d'obtenir la meilleure exécution.

Nous avons soulevé d'autres questions dans le document de réflexion au sujet de ces accords. Par exemple, un conseiller pourrait être tenté de réduire les coûts d'un portefeuille qui présente une performance médiocre en lui attribuant des opérations dont les courtages sont peu élevés, mais en utilisant la recherche et d'autres services d'exécution payés par d'autres portefeuilles. Par ailleurs, lorsqu'un courtage est majoré, il est difficile de déterminer si le client a obtenu la meilleure exécution. Enfin, il est difficile d'évaluer si le client a obtenu la meilleure exécution parce que les courtages prévus par ces accords comprennent parfois des services groupés par des courtiers incluant l'exécution et ne visent parfois que l'exécution.

Nous avons reçu vingt-huit mémoires, que nous avons résumés dans l'Avis 23-303 des ACVM, *Le point sur le Document de réflexion 23-402 La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages*, publié le 16 décembre 2005.

Hormis trois intervenants qui jugeaient que les accords de paiement indirect au moyen des courtages étaient incompatibles avec la meilleure exécution, la majorité estimaient qu'il convenait d'autoriser ces accords. Selon certains, ils présentent l'avantage de permettre aux fournisseurs de recherche indépendante de faire concurrence aux grandes maisons de courtage et de fournir des recherches généralement considérées comme plus impartiales que les travaux de celles-ci. D'autres intervenants étaient d'avis que les accords de paiement indirect au moyen des courtages garantissent aux petits conseillers un accès à une gamme étendue de services de recherche qui leur permet de mieux rivaliser avec les grandes sociétés. D'autres encore craignaient que les conseillers qui gèrent les comptes de plusieurs clients ou plusieurs fonds ne se trouvent en conflit d'intérêts du fait qu'ils peuvent utiliser les courtages d'un client ou d'un fonds pour payer des services profitant à d'autres clients ou fonds.

Dans l'ensemble, les intervenants étaient d'avis qu'il faut continuer de permettre l'utilisation des courtages en paiement des produits ou services relatifs aux opérations et de l'exécution des opérations, mais que les dispositions actuelles sont trop larges et susceptibles de nombreuses interprétations. Ils ont indiqué qu'il faudrait donner davantage de précisions et de directives sur les types de produits et services permis dans le cadre de ces accords. Ils convenaient presque tous qu'il fallait exiger la présentation d'information supplémentaire pour accroître la responsabilisation et la transparence.

Faits nouveaux à l'étranger

D'autres pays se sont intéressés à la question des accords de paiement indirect au moyen des courtages au cours des dernières années. Aux États-Unis, le paragraphe (e) de l'article 28 du *Securities Exchange Act of 1934* exonère les gestionnaires de portefeuille de toute responsabilité pour manquement à leurs obligations fiduciaires du seul fait qu'ils ont versé à un courtier un courtage supérieur au courtage le plus bas en paiement de services de courtage et de recherche. Pour se prévaloir de cette exonération, les gestionnaires de portefeuille doivent estimer en toute bonne foi que la somme versée correspond raisonnablement à la valeur des services de courtage et de recherche obtenus, et les biens et services reçus doivent répondre aux définitions générales des services de courtage et de recherche prévues au sous-paragraphe (3) du paragraphe précité. La Securities and Exchange Commission (SEC) a publié pour consultation en octobre 2005 un texte

d'interprétation énonçant de nouvelles directives (le « projet de directives de 2005 »)², dans lequel elle restreint l'interprétation des définitions des services de courtage et de recherche. Elle ne traite pas des obligations d'information relatives aux accords de paiement indirect au moyen des courtages, mais précise qu'elle formulera des directives à ce sujet dans un avenir prévisible. La SEC a approuvé le 18 juillet 2006 la publication du texte final d'interprétation qui prévoit des directives sur l'utilisation par les gestionnaires de portefeuille des courtages payés par les clients en paiement de services de courtage et de recherche (les « directives de 2006 »)³.

Au Royaume-Uni, la Financial Services Authority (FSA) a adopté des règles finales le 22 juin 2005 avec la publication de l'instruction PS 05/9⁴. Ces règles décrivent les produits et services d'« exécution » et de « recherche » qu'il est possible de payer au moyen des courtages. Elles précisent les services « non autorisés » que les gestionnaires de portefeuille doivent payer eux-mêmes. L'instruction indique que certains produits et services peuvent être autorisés ou non, selon l'utilisation que les gestionnaires de portefeuille en font. En outre, les règles finales de la FSA établissent certaines obligations d'information générales et prévoient que la FSA tient compte de la mesure dans laquelle les gestionnaires de portefeuille adhèrent aux normes d'information élaborées par le secteur, comme celles de l'Investment Management Association (IMA).

Les initiatives de la SEC et de la FSA ont été abordées dans le document de réflexion. La majorité des intervenants qui y ont formulé des commentaires nous ont encouragés à considérer ces initiatives et à suivre l'évolution de la question aux États-Unis et au Royaume-Uni. Nous avons pris ces initiatives en compte dans l'élaboration du présent projet et croyons qu'il s'harmonise en grande partie avec elles.

III. OBJET DES PROJETS DE RÈGLEMENT ET D'INSTRUCTION GÉNÉRALE

Objet des projets de règlement et d'instruction générale

Les courtiers en valeurs inscrits et conseillers en valeurs ont déjà l'obligation d'agir équitablement, honnêtement et de bonne foi envers leurs clients. De plus, la législation en valeurs mobilières de certains territoires impose aux sociétés de gestion d'OPC l'obligation d'exercer toute la diligence et la compétence qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans les circonstances.

Le projet de règlement encadre l'utilisation des courtages par les conseillers en valeurs. Il indique les caractéristiques générales des produits et services qui peuvent être payés au moyen des courtages et prescrit les obligations d'information des conseillers en valeurs à cet égard.

Le projet d'instruction générale donne des directives supplémentaires sur les types de produits et services payables au moyen des courtages et ceux qui ne sont pas autorisés, ainsi que sur l'information qui satisferait aux obligations prévues par le projet de règlement.

Analyse des projets de règlement et d'instruction générale

L'analyse aborde les sujets suivants : le champ d'application du projet de règlement; l'encadrement des pratiques en matière de courtages; les définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « recherche »; et l'information sur les pratiques en matière de courtages.

² Exchange Act Release No. 34-52635 (19 octobre 2005).

³ Exchange Act Release No. 34-54165 (18 juillet 2006). Dans ces directives, la SEC sollicite également d'autres commentaires sur les accords de paiement au moyen des courtages en vertu du paragraphe (e) de l'article 28 de l'Exchange Act.

⁴ Financial Services Authority (Royaume-Uni), Policy Statement 05/9, Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements: Feedback on CP 05/5 and Final Rules (July 2005) (règles finales de la FSA). À noter que ces règles ne s'appliquent qu'aux opérations sur titres de participation, et non aux opérations sur titres à revenu fixe.

Champ d'application du projet de règlement

L'article 2.1 du projet de règlement limite l'application de celui-ci aux opérations pour lesquelles un courtier facture des courtages. Le terme « courtages » s'entend des commissions ou frais payés pour l'exécution d'une opération. Les opérations où les courtages sont techniquement nuls mais où il est possible de distinguer une commission sont donc également visées.

Nous estimons que le projet de règlement peut s'appliquer à toutes les opérations sur titres du moment que des courtages sont facturés. Nous notons que la SEC a adopté un point de vue un peu plus étroit dans ses directives de 2006⁵, où elle indique que l'exonération prévue par le paragraphe (e) de l'article 28 s'applique aux courtages payés par les clients pour les opérations exécutées pour leur compte et aux frais relatifs à certaines opérations de contrepartie sans risque, et non aux opérations sur titres à revenu fixe qui ne sont pas exécutées pour le compte des clients, aux opérations de contrepartie (sauf certaines opérations sans risque), ni aux opérations nettes ne donnant pas lieu au paiement de courtages explicites. La FSA a adopté un point de vue encore plus étroit : elle a restreint l'application de ses règles finales aux actions et à certaines titres connexes (comme les options et les bons de souscription) et précisé qu'elles ne s'appliquent pas aux titres à revenu fixe. Toutefois, elle a également indiqué qu'elle réexaminerait sa position si elle déterminait que la négociation de ces titres comporte des conflits d'intérêts inhérents analogues⁶. Nous voudrions savoir s'il faut limiter l'application du projet de règlement aux opérations comportant un mécanisme de fixation du prix indépendant, par exemple aux opérations sur titres cotés.

Nous avons également précisé, à l'article 2.1 du projet d'instruction générale, que les obligations imposées aux conseillers en valeurs par le projet de règlement s'appliquent tant aux conseillers en valeurs inscrits qu'aux courtiers en valeurs inscrits qui fournissent des conseils mais sont dispensés de l'inscription à titre de conseillers.

Question 1

Faut-il limiter l'application du projet de règlement aux opérations comportant un mécanisme de fixation du prix indépendant (par ex. opérations sur titres cotés) ou bien l'étendre aux opérations de contrepartie sur les marchés hors cote? Dans le deuxième cas, comment le montant des services autres que l'exécution d'ordres serait-il calculé?

Encadrement des pratiques en matière de courtages

Le projet de règlement établit les paramètres généraux pour : 1) les conseillers en valeurs qui concluent des accords en vue du paiement de services d'exécution d'ordres ou de recherche au moyen des courtages ou d'une partie de ceux-ci; et 2) les courtiers en valeurs inscrits qui reçoivent des courtages en paiement des services d'exécution d'ordres ou de la recherche fournis à des conseillers en valeurs.

a) Conseiller en valeurs

En vertu de l'article 3.1 du projet de règlement, le conseiller en valeurs ne peut conclure aucun accord en vue du paiement de biens et de services autres que des services d'exécution d'ordres ou de la recherche, en tout ou partie, au moyen des courtages. Cet article vient renforcer l'obligation générale faite aux conseillers en valeurs d'agir dans l'intérêt de leurs clients en veillant à ce que les services d'exécution d'ordres ou la recherche payés au moyen des courtages soient à l'avantage des clients, que la recherche obtenue ajoute une valeur aux décisions en matière de placements ou d'opérations, et que les courtages payés par ses clients en contrepartie des services d'exécution d'ordres ou de

⁵ À la note de bas de page 27 des directives de 2006.

⁶ La raison pour laquelle la FSA a limité l'application des règles finales aux actions et aux titres connexes est abordée dans le *Consultation Paper 05/5 – Bundled brokerage and soft commission arrangements: proposed rules*.

la recherche soient raisonnables, compte tenu de la valeur des services ou de la recherche obtenus. Le paragraphe 1 de l'article 4.1 du projet d'instruction générale précise que les accords conclus par les conseillers en valeurs en ce qui concerne l'utilisation des courtages peuvent être officiels ou consensuels, et qu'il peut notamment s'agir d'accords consensuels concernant les biens et services d'un courtier en valeurs offrant des services groupés exclusifs.

Le paragraphe 2 de l'article 4.1 du projet d'instruction générale précise également que, pour faire en sorte que les services d'exécution d'ordres ou la recherche payés au moyen des courtages soient à l'avantage de ses clients, le conseiller en valeurs doit se doter de politiques et procédures appropriées pour répartir de façon équitable et raisonnable entre eux les biens et services obtenus. Cela est nécessaire pour établir un lien entre les clients dont les courtages ont servi au paiement de biens et services et les avantages reçus.

Question 2

Le conseiller en valeurs peut-il éprouver des difficultés à déterminer si les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des biens et services obtenus? Dans l'affirmative, dans quelles circonstances?

b) Courtier en valeurs inscrit

Si le conseiller en valeurs est tenu d'agir dans l'intérêt de ses clients, le courtier en valeurs inscrit doit également faire en sorte que les courtages qui lui sont versés par des conseillers en valeurs pour exécuter des opérations ne sont utilisés que pour payer des biens et services qui répondent aux définitions de « services d'exécution d'ordres » ou de « recherche ». Ses obligations sont énoncées à l'article 3.2 du projet de règlement.

L'article 4.2 du projet d'instruction générale indique également que le projet de règlement n'empêche pas le courtier en valeurs inscrit de verser à un tiers fournisseur de services d'exécution d'ordres ou de recherche, selon les instructions du conseiller en valeurs qui en bénéficie, une partie des courtages qu'il facture. Nous estimons qu'il convient de permettre cette pratique car elle apporte une flexibilité et favorise la recherche indépendante. De plus, nous sommes d'accord avec les intervenants qui se sont exprimés sur le document de réflexion et ont déclaré que l'admissibilité de ces services ne devrait pas dépendre du fournisseur⁷.

Définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « recherche »

Le projet de règlement prévoit des définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « recherche », qui indiquent les caractéristiques générales des biens et services considérés comme des services d'exécution d'ordres ou de la recherche.

Le projet d'instruction générale donne des explications supplémentaires sur les définitions ainsi que des directives concernant les types de biens et services que l'on peut payer au moyen de courtages. Une vaste gamme de biens et services peuvent être admissibles, quelle qu'en soit la forme. Le projet d'instruction générale précise que les responsabilités du conseiller en valeurs consistent notamment à déterminer s'il est possible de payer un bien ou service donné, en tout ou partie, au moyen des courtages et de veiller à ce que le bien ou le service corresponde à la définition de « services d'exécution d'ordres » ou de « recherche » et soit à l'avantage de ses clients.

a) Services d'exécution d'ordres

Selon la définition qui figure à la partie 1 du projet de règlement, les services d'exécution d'ordres comprennent l'exécution d'ordres et les biens et services directement liés à

⁷ Nous notons que la FSA n'a pas précisé dans ses règles finales si les biens et services payés au moyen des courtages doivent être fournis par un courtier en valeurs inscrit ou un tiers. De même, la SEC a permis dans ses directives de 2006 que les courtages soient utilisés pour payer des biens et services fournis par un tiers.

l'exécution d'ordres. Le paragraphe 1 de l'article 3.2 du projet d'instruction générale précise que, pour l'application du règlement, le terme « exécution d'ordres », plutôt que « services d'exécution d'ordres », désigne la saisie, le traitement ou la facilitation des ordres par un courtier, à l'exclusion des autres outils servant à l'exécution des opérations.

L'article 3.2 du projet d'instruction générale précise que les biens et services directement liés à l'exécution d'ordres sont essentiels à la conclusion des opérations sur titres qui ont donné lieu au paiement des courtages. Le projet d'instruction générale prévoit un délai, analogue à ceux adoptés par la SEC et la FSA, pour déterminer les biens et services obtenus par le conseiller en valeurs qui sont essentiels à l'exécution. Les biens et services fournis entre le moment auquel le conseiller en valeurs décide de faire un placement ou de réaliser une opération et le moment auquel l'opération est conclue sont généralement considérés comme des services d'exécution d'ordres. Comme la conclusion de l'opération se produit lorsqu'il y a règlement, ces services peuvent comprendre les services de garde, de compensation et de règlement.

Le paragraphe 3 de l'article 3.2 du projet d'instruction générale donne des exemples de biens et services qui sont, en règle générale, considérés comme des services d'exécution d'ordres, notamment les conseils sur des opérations, les logiciels de négociation algorithmique et les données du marché brutes, dans la mesure où ils aident à exécuter les ordres.

Nous notons que, dans d'autres pays, on se pose la question de savoir s'il faut considérer les systèmes de gestion d'ordres comme des services d'exécution d'ordres (ces systèmes peuvent comporter des fonctions comme la saisie et l'acheminement des ordres, le traitement de messages, le suivi de l'exécution, les demandes de renseignements sur les ordres, la tenue des dossiers et la supervision). Dans ses directives de 2006, la SEC indique que certaines fonctions des systèmes de gestion d'ordres pourraient être admissibles comme courtage ou recherche. La FSA estime pour sa part que l'on peut payer ces systèmes au moyen des courtages dans la mesure où ils sont utilisés à des fins directement liées à l'exécution d'ordres et qu'ils procurent un avantage aux clients. Étant donné les différentes façons d'utiliser les systèmes de gestion d'ordres, nous sollicitons des commentaires sur ce point.

Nous avons également remarqué que la FSA estime que les analyses après les opérations ne sont pas considérées comme des services d'exécution d'ordres car elles ne sont pas suffisamment liées à l'exécution d'ordres pour le compte des clients et ne sont pas assujetties aux mêmes délais. Dans ses directives de 2006, la SEC indique que, si les analyses avant et après les opérations sont utilisées dans le cadre du processus de prise de décision, on peut les acheter au moyen des courtages des clients, et qu'elles seraient donc traitées comme des biens à usage mixte. Nous proposons également d'exclure les analyses après les opérations des biens et services qui peuvent être considérés comme des services d'exécution d'ordres. Toutefois, il serait possible de considérer ces analyses comme de la recherche dans la mesure où elles correspondent à la définition de ce terme, comme nous le verrons ci-après.

Question 3

Comment utilise-t-on actuellement les systèmes de gestion d'ordres? Offrent-ils des fonctions que l'on pourrait considérer comme des services d'exécution d'ordres? Dans l'affirmative, veuillez décrire ces fonctions et expliquer pourquoi il faut ou non les considérer comme des « services d'exécution d'ordres ».

Question 4

Doit-on considérer les analyses après les opérations comme des services d'exécution d'ordres? Dans l'affirmative, motivez votre réponse.

b) Recherche

Le règlement prévoit que la « recherche » s'entend de conseils, d'analyses ou de rapports et indique l'objet général de ces biens et services. La partie 3 du projet de règlement prévoit également que le conseiller en valeur doit veiller à ce que la recherche ajoute une valeur aux décisions en matière de placements ou d'opérations. L'article 3.3 du projet d'instruction générale apporte des précisions supplémentaires.

Selon nous, pour ajouter une valeur à une décision en matière de placements ou d'opérations, la recherche doit traduire une pensée originale et contenir un raisonnement ou des connaissances. Par conséquent, l'information ou les conclusions qui sont répandues ou vont de soi, qui se contentent de reproduire ou de reformuler de l'information ou des conclusions préexistantes, ou l'information ou les données qui n'ont été ni analysées ni manipulées pour aboutir à des conclusions significatives ne traduisent pas de pensée originale et ne contiennent ni raisonnement ni connaissances. On ne saurait donc les considérer comme de la recherche qui puisse être payée au moyen des courtages. Cette opinion est conforme à celle que la SEC et la FSA ont exprimée, respectivement, dans les directives de 2006 et les règles finales⁸. Nous sommes d'avis que, pour être admissible, la recherche doit être fournie avant que le conseiller en valeurs prenne une décision en matière de placements ou d'opérations, de façon à ce qu'on puisse la lier à l'exécution d'ordres.

Le paragraphe 2 de l'article 3.3 du projet d'instruction générale donne des exemples de biens et services qui sont, en règle générale, considérés comme de la recherche au sens du projet de règlement. Les données du marché sont admissibles si elles ont été analysées ou manipulées pour aboutir à des conclusions significatives. Selon cette prémisse, les données du marché brutes ne peuvent pas être considérées comme de la recherche (bien qu'elles puissent, si cela est justifié dans les circonstances, être considérées comme des services d'exécution d'ordres), car elles n'ont été ni analysées ni manipulées et ne traduisent donc pas de pensée originale ni ne contiennent aucun raisonnement ni aucune connaissance.

Nous notons que la FSA a indiqué dans ses règles finales que les données du marché brutes qui n'ont été ni analysées ni manipulées ne peuvent être considérées comme de la recherche (elle estime comme nous que l'on peut inclure les données du marché brutes dans les services d'exécution d'ordres). La SEC a toutefois fait valoir dans les directives de 2006 que toutes les données du marché (y compris les données du marché brutes), comme le cours des actions, le dernier cours et le volume des opérations, rassemblent des données courantes qui sont liées à l'objet du paragraphe (e) de l'article 28, et qu'elles sont donc suffisamment significatives pour être considérées comme de la recherche.

Les analyses après les opérations portant sur des opérations sur titres antérieures pourraient être considérées comme de la recherche au sens du projet de règlement dans la mesure où elles servent à prendre des décisions en matière de placements ou d'opérations. Comme la FSA et la SEC, nous estimons que les analyses après les opérations peuvent, dans certains cas, être considérées comme de la recherche.

Dans son projet de directives de 2005, la SEC a aussi abordé la question des services de vote par procuration. Elle a notamment demandé si ces services étaient payés au moyen des courtages. Elle avait découvert précédemment que les courtages étaient utilisés abusivement pour payer des services de vote par procuration *électroniques*, car certains conseillers en valeurs avaient acheté au moyen des courtages des logiciels de vote par

⁸ La définition de la « recherche » prévue par le projet de règlement est analogue à celle que prévoit la règle d'exonération de la SEC (la FSA interprète la recherche de la même façon dans ses règles finales, mais à la condition qu'elle soit directement pertinente et serve à la gestion des placements des clients). Les directives données dans le projet d'instruction générale tiennent compte des interprétations et des directives données par la SEC, dans son projet de directives de 2005, qu'elle a confirmées dans ses directives de 2006, et par la FSA, dans ses règles finales. Les différences d'interprétation des types de biens et services que l'on peut considérer comme de la recherche sont évoquées dans la présente section.

procuration⁹. Les réactions au projet de directives de 2005 indiquent que les participants au marché américain reconnaissent que la fonction de mandataire aux fins de vote par procuration est d'ordre administratif et qu'ils doivent la payer par leur propres moyens, mais qu'ils considèrent que ces services sont en partie une fonction de recherche¹⁰ qui peut être payée au moyen des courtages. Dans ses directives de 2006, la SEC a précisé que les services de vote par procuration peuvent être payés au moyen des courtages s'ils sont utilisés pour prendre des décisions en matière de placements. Nous sollicitons ci-dessous des commentaires sur l'utilisation des courtages pour payer les services de vote par procuration.

Question 5

Les participants au marché canadien se heurteraient-ils à des difficultés si les biens et services comme les données du marché n'étaient pas traités au Canada de la même façon qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni? Quelles seraient-elles?

Question 6

Doit-on considérer les données du marché brutes comme de la recherche au sens du projet de règlement? Dans l'affirmative, quelles caractéristiques et quels usages de ces données le justifient?

Question 7

Les conseillers en valeurs utilisent-ils les courtages pour payer des services de vote par procuration? Dans l'affirmative, quelles caractéristiques ou fonctions de ces services peuvent être considérées comme de la recherche? D'autres directives sont-elles nécessaires sur ce point?

c) Biens et services à usage mixte

L'article 3.4 du projet d'instruction générale fournit des directives sur les biens et services à usage mixte, c'est-à-dire les biens et services comportant des éléments qui correspondent aux définitions de « services d'exécution d'ordres » ou de « recherche » et d'autres qui n'y correspondent pas ou ne respectent pas les dispositions de la partie 3 du règlement (comme les systèmes de gestion d'ordres, les analyses après les opérations et les services de vote par procuration évoqués ci-dessus). Plus particulièrement, il indique que, si les biens et services payés au moyen des courtages sont à usage mixte, le conseiller en valeurs doit répartir raisonnablement les montants payés en fonction de l'utilisation et tenir une comptabilité adéquate des répartitions pour veiller à ce que les courtages de ses clients ne soient pas utilisés pour payer les éléments des biens et services à usage mixte dont ils ne tirent aucun avantage direct. En outre, le conseiller doit payer par ses propres moyens toute partie d'un bien ou service qui n'apporte aucun avantage à ses clients. Cette exigence est conforme à l'avis de la SEC en ce qui concerne les biens et services à usage mixte. Nous notons que la FSA n'a pas traité expressément de l'admissibilité des biens et services à usage mixte dans ses règles finales, mais il semble que celles-ci ne limitent pas l'utilisation des courtages pour payer de tels biens et services.

Question 8

Dans quelle mesure les conseillers en valeurs utilisent-ils les courtages pour payer partiellement les biens et services à usage mixte?

Lorsque des biens et services à usage mixte sont obtenus, dans quelles circonstances les conseillers en valeurs peuvent-ils éprouver des difficultés à répartir les courtages de façon raisonnable entre la partie admissible des biens et services à usage mixte et la

⁹ Selon des données tirées du rapport intitulé *Inspection Report on the Soft Dollar Practices, of Broker-Dealers, Investment Advisers and Mutual Funds*, qui a été établi par le service de la conformité, des inspections et des examens de la SEC en date du 22 septembre 1998.

¹⁰ Voir les directives de 2006, p. 37.

partie qui ne l'est pas (par exemple pour les analyses après les opérations, les systèmes de gestion d'ordres ou les services de vote par procuration)?

d) Biens et services non autorisés

L'article 3.5 du projet d'instruction générale donne des exemples de biens et services qui, en raison de leurs caractéristiques et de l'absence de lien clair avec des opérations sur valeurs précises, ne sont pas considérés comme des services d'exécution d'ordres ou de la recherche au sens du projet de règlement. Ces biens et services sont surtout utilisés dans la conduite des activités des conseillers en valeurs.

Les biens et services en question comprennent les séminaires et l'information publiée ou les publications à grande diffusion. Comme la FSA dans ses règles finales, nous indiquons dans le projet d'instruction générale que ces biens et services ne sont pas suffisamment liés aux décisions du conseiller en valeurs en matière de placements ou d'opérations ou à l'exécution d'ordres pour être admissibles. Dans les directives de 2006, le personnel de la SEC a toutefois indiqué que les séminaires peuvent être considérés comme de la recherche s'ils contiennent un raisonnement ou des connaissances et se rapportent à l'objet du paragraphe (e) de l'article 28. En ce qui concerne l'information publiée ou les publications à grande diffusion, il a précisé que certains bulletins financiers et certaines revues spécialisées destinés à un public précis pourraient être de la recherche s'ils se rapportaient à l'objet du paragraphe (e) de l'article 28, mais il a indiqué que les publications à grande diffusion ne pourront pas être payées au moyen des courtages.

Question 9

L'information publiée ou les publications à grande diffusion doivent-elle être considérées comme de la recherche? Dans l'affirmative, pour quelle raison?

e) Observations générales

Le projet d'instruction générale donne des exemples des biens et services les plus courants qui, selon nous, peuvent être considérés comme des services d'exécution d'ordres ou de la recherche, ainsi que ceux qui ne sont pas autorisés. Cependant, les exemples donnés n'épuisent pas les possibilités. Les réponses au document de réflexion contenaient d'autres exemples de biens qui ne devraient pas être autorisés.

Question 10

Faut-il inclure d'autres biens et services dans les définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « recherche »? Faut-il supprimer certains de ceux qui sont prévus actuellement?

Information sur les pratiques en matière de courtages

La partie 4 du projet de règlement prévoit l'information que le conseiller en valeurs qui a conclu des accords en vue de payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres au moyen des courtages ou d'une partie de ceux-ci doit présenter à ses clients initialement et périodiquement.

En vertu du projet de règlement, le conseiller en valeurs doit fournir de l'information à ses clients initialement et au moins une fois par an. L'article 5.1 du projet d'instruction générale précise qu'il doit leur donner l'information initiale avant de commencer à traiter avec eux, puis leur fournir de l'information au moins une fois par an. L'article 5.3 du projet d'instruction générale précise également que le conseiller en valeurs peut déterminer la forme de l'information selon les besoins de ses clients, mais qu'il doit fournir l'information avec l'information initiale et périodique relative à la gestion et à la performance du compte ou du portefeuille. Des exemples sont fournis.

Question 11

Faut-il prescrire la forme de l'information? Dans l'affirmative, quelle serait la forme la plus appropriée?

L'article 4.1 du projet de règlement oblige également le conseiller en valeurs à donner de l'information sur les accords de paiement des services d'exécution d'ordres ou de la recherche au moyen des courtages, en indiquant le nom des courtiers et des tiers qui ont fourni des services ou de la recherche en vertu de ces accords et les types de biens et de services fournis (par exemple des logiciels de négociation algorithmique, des rapports de recherche ou des conseils concernant des opérations).

En outre, le conseiller en valeurs doit donner de l'information sur le montant des courtages qu'il a payés pendant la période visée. En vertu des paragraphes *b* à *d* de l'article 4.1 du projet de règlement, il doit indiquer à chaque client le total des courtages, ventilés par catégorie de titres (par exemple les titres de participation ou les options), qu'il a payés pour le compte de celui-ci et de tous les clients, à des fins de comparaison. Le conseiller est également tenu de ventiler les opérations comme suit : celles dans lesquelles les clients n'obtiennent que l'exécution d'ordres de courtiers, à l'exclusion de tout autre service; celles dans lesquelles ils obtiennent des services groupés; et celles dans lesquelles une partie des courtages est versée à des tiers. La dernière catégorie doit être divisée entre la recherche effectuée par les tiers, les autres services fournis par les tiers et le montant retenu par le courtier. Le conseiller doit faire des estimations raisonnables des courtages pour chaque client et, globalement, pour tous les clients, pour chacune de ces catégories d'opérations en pourcentage du total des courtages payés et indiquer ces pourcentages aux clients. En outre, il doit estimer et indiquer les courtages moyens pondérés par unité de titre correspondant aux courtages représentés par ces pourcentages. Des directives supplémentaires sont données dans le projet d'instruction générale sur les différentes catégories d'exécution d'ordres sur lesquelles de l'information est demandée et sur la méthode à utiliser pour calculer la moyenne pondérée.

Nous estimons que la présentation de ces montants, pourcentages et moyennes pondérées accroîtra la transparence des paiements de courtages au nom des clients en permettant à ces derniers d'évaluer l'utilisation qui en est faite par le conseiller en valeurs. Elle devrait aussi responsabiliser les conseillers davantage à cet égard. Étant donné qu'un des principaux arguments avancés en faveur des accords de paiement indirect au moyen des courtages est qu'ils facilitent l'obtention de recherches indépendantes, nous sommes également d'avis qu'il serait utile d'indiquer séparément le montant des courtages versés par les courtiers à des tiers pour la recherche.

Pour accroître davantage la transparence et la responsabilité, le conseiller en valeurs est tenu, en vertu du paragraphe 2 de l'article 4.1 du projet de règlement, de consigner certains renseignements supplémentaires sur les biens et services payés au moyen des courtages et de les fournir à ses clients sur demande. Nous estimons également que le conseiller en valeurs devrait conserver ces renseignements pendant au moins cinq ans.

Nous nous demandons s'il faudrait ajouter des obligations d'information sur les opérations « nettes », dans lesquelles le courtage payé au courtier est intégré au prix du titre (par exemple dans le cas des opérations de contrepartie). Nous reconnaissons qu'il est compliqué de calculer les coûts implicites d'une opération nette et que les conseillers en valeurs peuvent les estimer de différentes façons. Nous notons qu'au Royaume-Uni, les obligations d'information imposées par l'IMA en la matière sont limitées au pourcentage d'opérations sans courtages explicites, aucune autre répartition des coûts implicites n'étant faite. Nous sollicitons des commentaires sur les obligations d'information appropriées pour les opérations nettes.

Question 12

Les obligations d'information proposées sont-elles adéquates et garantissent-elles la présentation d'information significative aux clients des conseillers en valeurs? Des informations supplémentaires seraient-elles utiles aux clients?

Question 13

Faudrait-il fournir l'information périodique plusieurs fois par an?

Question 14

Quelles difficultés le conseiller en valeurs pourrait-il rencontrer, le cas échéant, pour fournir l'information prévue à la partie 4 du projet de règlement?

Question 15

Faudrait-il demander de l'information particulière sur les opérations « nettes »? Dans l'affirmative, faudrait-il limiter l'information au pourcentage du total des opérations nettes (à la façon de l'IMA)? Faudrait-il plutôt que les courtages intégrés au prix soient répartis dans les catégories prévues au paragraphe c de l'article 4.1 du projet de règlement, dans la mesure où l'on peut les estimer raisonnablement?

IV. ABSENCE DE PÉRIODE DE TRANSITION

Nous ne proposons pas de période de transition étant donné que les dispositions actuelles sont en vigueur et que les projets de règlement et d'instruction générale fournissent des directives supplémentaires. De plus, un délai s'écoulera entre l'adoption de la version définitive du règlement et sa date d'entrée en vigueur, ce qui permettra aux conseillers en valeurs de modifier leurs politiques, pratiques et accords en conséquence. Les plus importantes modifications découleront probablement des obligations d'information renforcées.

V. POINTS SUR LESQUELS NOUS SOLLICITONS DES COMMENTAIRES

Voici un récapitulatif des questions posées dans le présent avis :

Question 1

Faut-il limiter l'application du projet de règlement aux opérations comportant un mécanisme de fixation du prix indépendant (par ex. opérations sur titres cotés) ou bien l'étendre aux opérations de contrepartie sur les marchés hors cote? Dans le deuxième cas, comment le montant des services autres que l'exécution d'ordres serait-il calculé?

Question 2

Le conseiller en valeurs peut-il éprouver des difficultés à déterminer si les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des biens et services obtenus? Dans l'affirmative, dans quelles circonstances?

Question 3

Comment utilise-t-on actuellement les systèmes de gestion d'ordres? Offrent-ils des fonctions que l'on pourrait considérer comme des services d'exécution d'ordres? Dans l'affirmative, veuillez décrire les fonctions et expliquer pourquoi il faut ou non les considérer comme des « services d'exécution d'ordres ».

Question 4

Doit-on considérer les analyses après les opérations comme des services d'exécution d'ordres? Dans l'affirmative, motivez votre réponse?

Question 5

Les participants au marché canadien se heurteraient-ils à des difficultés si les biens et services comme les données du marché n'étaient pas traités au Canada de la même façon qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni? Quelles seraient-elles?

Question 6

Doit-on considérer les données du marché brutes comme de la recherche au sens du projet de règlement? Dans l'affirmative, quelles caractéristiques et quels usages de ces données le justifient?

Question 7

Les conseillers en valeurs utilisent-ils les courtages pour payer des services de vote par procuration? Dans l'affirmative, quelles caractéristiques ou fonctions de ces services peuvent être considérées comme de la recherche? D'autres directives sont-elles nécessaires sur ce point?

Question 8

Dans quelle mesure les conseillers en valeurs utilisent-ils les courtages pour payer partiellement les biens et services à usage mixte?

Lorsque des biens et services à usage mixte sont obtenus, dans quelles circonstances les conseillers en valeurs peuvent-ils éprouver des difficultés à répartir les courtages de façon raisonnable entre la partie admissible des biens et services à usage mixte et la partie qui ne l'est pas (par exemple pour les analyses après les opérations, les systèmes de gestion d'ordres ou les services de vote par procuration)?

Question 9

L'information publiée ou les publications à grande diffusion doivent-elle être considérées comme de la recherche? Dans l'affirmative, pour quelle raison?

Question 10

Faut-il inclure d'autres biens et services dans les définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « recherche »? Faut-il supprimer certains de ceux qui sont prévus actuellement?

Question 11

Faut-il prescrire la forme de l'information? Dans l'affirmative, quelle serait la forme la plus appropriée?

Question 12

Les obligations d'information proposées sont-elles adéquates et garantissent-elles la présentation d'information significative aux clients des conseillers en valeurs? Des informations supplémentaires seraient-elles utiles aux clients?

Question 13

Faudrait-il fournir l'information périodique plusieurs fois par an?

Question 14

Quelles difficultés le conseiller en valeurs pourrait-il rencontrer, le cas échéant, pour fournir l'information prévue à la partie 4 du projet de règlement?

Question 15

Faudrait-il demander de l'information particulière sur les opérations « nettes »? Dans l'affirmative, faudrait-il limiter l'information au pourcentage du total des opérations nettes (à la façon de l'IMA)? Faudrait-il plutôt que les courtages intégrés au prix soient répartis dans les catégories prévues au paragraphe c de l'article 4.1 du projet de règlement, dans la mesure où l'on peut les estimer raisonnablement?

VI. POUVOIR RÉGLEMENTAIRE

Dans les territoires où les projets de modification doivent être pris sous forme de règlement, la législation en valeurs mobilières confère à l'autorité en valeurs mobilières le pouvoir réglementaire concernant l'objet du texte.

VII. TEXTES CONNEXES

Les projets de règlement et d'instruction générale sont liés aux dispositions actuelles, auxquelles l'Autorité et la CVMO ont l'intention de les substituer s'ils sont adoptés. L'abrogation des dispositions actuelles n'aura pas lieu avant la date d'entrée en vigueur du projet de règlement.

VIII. AUTRES SOLUTIONS ENVISAGÉES ET COÛTS ET AVANTAGES PRÉVUS

Les autres solutions envisagées et les coûts et avantages prévus de la mise en œuvre du projet de règlement sont abordés dans l'analyse coûts-avantages intitulée *Analyse coûts-avantages : Paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages*. Cette analyse est publiée en Annexe A du présent avis.

IX. DOCUMENTS NON PUBLIÉS

La rédaction du projet de règlement n'a fait intervenir aucun rapport, étude ou autre document important non publié.

X. COMMENTAIRES ET QUESTIONS

Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur les projets de règlement et d'instruction générale et à répondre aux questions posées dans le présent avis avant le 19 octobre 2006.

Veillez soumettre vos commentaires en double exemplaire à toutes les autorités en valeurs mobilières ci-dessous, comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Securities Office, Île-du-Prince-Édouard

Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Registraire des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Registraire des valeurs mobilières, Nunavut
Registraire des valeurs mobilières, Yukon

Il est inutile de transmettre vos commentaires à toutes les autorités membres des ACVM. Veuillez les transmettre aux deux adresses indiquées ci-dessous et ils leur seront acheminés.

Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télec. : (514) 864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson, Secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
Bureau 1903, C.P. 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Veillez également fournir une disquette contenant vos commentaires. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires car la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Pour toute question, veuillez vous adresser aux personnes suivantes :

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

Cindy Petlock
Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-2351

Susan Greenglass
Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-8140

Ruxandra Smith
Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-2317

Tony Wong
British Columbia Securities Commission
604-899-6764

Ashlyn D'Aoust
Alberta Securities Commission
403-355-4347

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

Le 21 juillet 2006

Annexe A
Analyse coûts-avantages
Projet de Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages

Introduction

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) entend mettre en place une réglementation efficace. L'un des principes énoncés dans la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario est que « [l]es restrictions imposées aux activités commerciales et aux investissements des participants au marché, notamment les frais d'entreprise et les frais réglementaires, devraient être fonction de l'importance des objectifs visés en matière de réglementation ».¹

Nous effectuons une analyse coûts-avantages pour chaque projet réglementaire que nous considérons important. Ces analyses mettent en lumière les effets économiques, voulus ou non, des projets de règlement et nous procurent l'assurance qu'ils ne seront pas négligés.

La présente analyse porte sur les problématiques réglementaires que soulève le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages ainsi que sur les avantages et les coûts des pistes de solution envisagées.

Accords de paiement indirect au moyen des courtages

Dans la gestion des fonds de leurs clients, il n'est pas rare que les conseillers et les gestionnaires de portefeuille (appelés ci-après les conseillers) utilisent une partie des courtages pour payer des biens et services liés à la gestion de portefeuille. Ces achats revêtent deux formes: le courtier regroupe d'autres produits avec l'exécution d'ordres, comme la recherche interne; le conseiller verse une portion des courtages à des tiers. Dans la présente analyse, les accords de paiement indirect au moyen des courtages désignent le regroupement de biens et services fournis par les courtiers avec l'exécution d'ordres de même que les paiements à des tiers.

Lorsque des courtages servent à payer des biens et services non liés à l'exécution d'ordres, l'investisseur ne reçoit pas toute l'information sur les décisions prises par son conseiller. L'incapacité de l'investisseur à surveiller efficacement l'emploi de son argent par le conseiller soulève un problème de confusion entre le rôle de mandataire et celui de contrepartiste. Les conflits d'intérêts inhérents à ces accords peuvent inciter les conseillers à prendre des décisions qui ne seraient pas dans l'intérêt de leurs clients, notamment :

- Les conseillers peuvent consommer trop de biens et de services payés sur les courtages. Le prix ou la quantité de ces prestations peuvent être exagérés et ne pas profiter aux clients.
- Les conseillers peuvent effectuer des opérations et prendre des décisions d'investissement qui visent à entretenir des relations mettant en cause de tels accords au détriment de leur obligation d'obtenir la meilleure exécution.
- Les conseillers ayant plusieurs clients peuvent payer des services profitant à un client avec le courtage versé par un autre.

En théorie, le groupage de biens et services peut présenter des avantages économiques.² À titre d'exemple, il peut générer, dans la production de ces biens et services, des économies d'échelle qui permettent de demander un prix groupé inférieur au total des prix unitaires. Pour l'acheteur, un produit combiné peut revenir moins cher qu'un produit pris individuellement. En outre, le groupage peut aider à la fixation efficace des prix en fonction du montant que les divers acheteurs sont prêts à verser. Il n'existe cependant pas d'indication sur les prix qui seraient pratiqués dans un marché sur lequel les biens et services liés à la gestion de portefeuille seraient dégroupés. Sans cet élément de comparaison, il est difficile d'évaluer si ces avantages théoriques sont bien réels.

¹ *Loi sur les valeurs mobilières*, LRO 1990, c. S.5, par. 2.1(6)

² Financial Services Authority, CP176: *Bundled brokerage and Soft Commission Arrangements*, Avril 2003, p. 19-19.

L'avantage le plus souvent cité à propos des versements aux tiers est qu'ils soutiennent les fournisseurs de recherche indépendante. On pense que les accords de paiement indirect au moyen des courtages aident les fournisseurs de recherche à accéder aux conseillers et lèvent ainsi certains obstacles à l'entrée qui, autrement, se présenteraient. Le nombre de ces fournisseurs s'en trouve augmenté et la concurrence entre eux plus vive. Un grand choix de fournisseurs et une recherche de qualité élevée permettent aux conseillers de prendre des décisions d'investissement plus judicieuses qui, en accroissant le rendement du capital investi, profitent en bout de ligne aux investisseurs.

Pour les conseillers, le paiement de biens et services non liés à l'exécution d'ordres au moyen des courtages fait baisser le coût de l'accès au marché, ce qui devrait favoriser l'arrivée de nouveaux joueurs et intensifier la concurrence. La demande de produits comme les données de marché et les rapports de recherche est cependant beaucoup plus prévisible que la demande de services d'exécution d'ordres. On peut donc douter de la justification économique de l'affectation des courtages au paiement de tels produits. Cette mise en rapport peut inciter les conseillers à faire des opérations abusives afin de recevoir les biens et services groupés ou fournis par des tiers.

Étendue de la question

D'après une recherche réalisée par Greenwich Associates et les données recueillies par l'ACCOVAM, on estime qu'en 2004, la valeur des paiements indirects au moyen des courtages au Canada s'établissait à environ 300 millions de dollars, dont 61 millions versés à des tiers.³

La recherche de Greenwich Associates a également démontré un léger fléchissement dans l'emploi des courtages pour le paiement de biens et services fournis par des tiers. Bien que certains cabinets aient mis un terme à cette pratique, le phénomène s'est limité à de très grandes sociétés de gestion de portefeuille capables de se doter de services de recherche internes.

Les principaux intéressés dans les accords de paiement indirect au moyen des courtages sont les suivants :

- Les conseillers. Au Canada, il y a environ 805 sociétés inscrites à titre de gestionnaires de portefeuille.⁴ Elles n'ont pas toutes des accords de versement de courtages à des tiers, mais une proportion beaucoup plus importante recevraient des biens et services groupés de courtiers.⁵
- Les courtiers. Au troisième trimestre de 2005, on en comptait 201 au Canada.⁶ Les courtiers offrent à la clientèle des biens exclusifs groupés et l'option de verser des courtages à des tiers fournisseurs.
- Les investisseurs qui font appel à un conseiller pour gérer leur portefeuille.
- Les fournisseurs de services, notamment de recherche, qui reçoivent des versements en vertu d'accords de paiement indirect au moyen des courtages conclus avec des courtiers.

³ La recherche effectuée par Greenwich Associates en 2005 a révélé qu'environ 54 % des courtages allaient aux services groupés et 11 % aux paiements indirects au moyen des courtages (Greenwich Associates, *Canadian Equity Market Trends – Statistical Supplement*, juin 2005). Selon les statistiques de l'ACCOVAM, le total des courtages pour opérations sur actions se chiffrait à 554 millions de dollars en 2005 (Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, Performance du secteur des valeurs mobilières, quatrième trimestre 2005).

⁴ Soit le nombre de sociétés inscrites dans la Base de données nationale d'inscription (BDNI) dans une catégorie de conseiller en janvier 2006. Ces sociétés ne sont pas toutes gestionnaires de portefeuille; certaines ne font que du conseil.

⁵ Selon des données empiriques et la recherche de Greenwich Associates qui montre que le versement de courtages en contrepartie de biens et services groupés est beaucoup plus répandu (54 %) qu'en contrepartie de services de recherche fournis par des tiers (11 %).

⁶ Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, Performance du secteur des valeurs mobilières, quatrième trimestre 2005.

Problématique réglementaire

Actuellement, il existe une instruction⁷ en Ontario et un règlement⁸ au Québec qui énoncent des directives visant les accords de paiement indirect au moyen des courtages et l'information à fournir à leur sujet. L'on estime que les directives actuelles ne sont pas assez claires pour les participants au marché et ne protègent pas suffisamment les investisseurs contre les conflits d'intérêts inhérents à ces accords. On soulève particulièrement les problèmes suivants :

1. Les autorités de réglementation pourraient faire davantage pour protéger les investisseurs. Ces accords sont susceptibles de nuire aux investisseurs, qui parfois n'en ont pas même connaissance. Les obligations d'information en vigueur ne leur permettent pas d'exercer une surveillance sur ces pratiques et de savoir s'ils en ont pour leur argent.
2. Entre 2003 et 2005, la CVMO a constaté des lacunes chez 39 % des sociétés examinées qui utilisaient des courtages pour payer des produits à des tiers.⁹
3. Il n'y a pas eu de mise à jour de la réglementation canadienne en la matière comme dans les autres marchés des capitaux auxquels le Canada est le plus lié (soit les États-Unis et le Royaume-Uni).
4. Les commentaires reçus sur le Document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages* ont fait ressortir le manque de clarté des obligations actuelles sur ce qui peut et ne peut pas être payé au moyen des courtages. Le personnel de la CVMO reçoit souvent des participants au marché des demandes de renseignements sur les biens et services autorisés dans le cadre de ces accords.
5. Puisque les instructions ne sont pas exécutoires comme les règlements, il n'y a aucune garantie que les conseillers suivent les directives et fournissent à leurs clients une information valable.
6. Il n'existe au Canada aucun règlement harmonisé sur les accords de paiement indirect au moyen des courtages et l'information à fournir à leur sujet.
7. On remarque des incohérences dans l'information fournie sur l'emploi des courtages selon qu'il s'agit des organismes de placement collectif ou d'autres formes de placement géré.

Objectifs du projet d'encadrement

Le projet d'encadrement des courtages comprend quatre objectifs :

1. Assurer aux investisseurs davantage d'information sur les pratiques de leur conseiller en matière de paiements indirects au moyen des courtages.
2. Harmoniser les règlements des ACVM visant les biens et services payables au moyen des courtages et prendre en compte l'évolution de la réglementation à l'étranger.
3. Clarifier les biens et services que les conseillers peuvent payer au moyen des courtages, de manière à en évaluer les frais de gestion réels.
4. Renforcer la confiance dans le fait que les courtages servent, en définitive, à ceux qui les paient.

⁷ *Policy 1.9 Use by Dealers of Brokerage Commissions as Payment for Goods or Services other than Order Execution Services* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

⁸ Instruction générale Q-20, L'emploi du courtage sur les titres gérés (devenue règlement en juin 2003).

⁹ D'avril 2003 à mars 2005, la CVMO a procédé à un examen de conformité à l'égard de 47 sociétés inscrites comme conseillers en placement (*investment counsel*) et gestionnaires de portefeuille (*portfolio managers*). Sur les 18 qui avaient conclu des accords de paiement indirect de biens et services auprès de tiers au moyen des courtages, 7 présentaient des lacunes.

L'atteinte de ces objectifs devrait diminuer la fréquence des problèmes soulevés par les paiements indirects au moyen des courtages dans les examens de conformité, réduire le nombre de demandes de renseignements des participants au marché sur les biens et services autorisés, et améliorer l'information des investisseurs.

Quatre solutions

Quatre solutions à la problématique des accords de paiement indirect au moyen des courtages sont envisagées, soit :

1. maintenir le statu quo;
2. mettre à jour les obligations actuelles;
3. interdire la pratique;
4. refondre les obligations actuelles dans un règlement pancanadien.

1. Maintenir le statu quo

L'Ontario pourrait conserver son instruction et le Québec son règlement. Ces documents continueraient à servir de directives dans les autres territoires.

Coûts

- Le statu quo ne règle pas la question des risques de conflits d'intérêts. En perpétuant le manque de transparence nécessaire, on laisse les investisseurs sans moyen de surveiller efficacement l'usage que les conseillers font des courtages dans le paiement des biens et services relatifs à la gestion de portefeuille.
- Le statu quo maintient l'incertitude au sujet du bon emploi des paiements indirects.
- Le Canada serait de plus en plus déphasé par rapport aux marchés auxquels il est le plus lié, à savoir les États-Unis et le Royaume-Uni, ce qui pourrait nuire à la compétitivité de ses marchés des capitaux si le contrôle pratiqué dans d'autres pays en matière d'emploi des courtages était vu comme plus rigoureux. Les gestionnaires de portefeuille canadiens pourraient avoir plus de mal à attirer les investisseurs étrangers.

Avantages

- Il n'y aurait pas de coûts additionnels pour les courtiers et les conseillers.

2. Mettre à jour les obligations actuelles

La deuxième solution consisterait à mettre à jour et à clarifier la liste des biens et services autorisés en vertu de l'instruction ontarienne et du règlement québécois. Les obligations révisées comprendraient en outre des directives sur l'information à fournir aux clients sur l'emploi de leurs courtages. Rien ne garantirait que les obligations révisées seraient mises en œuvre dans les autres territoires et qu'il y aurait ainsi harmonisation entre les ACVM. En Ontario, on ne serait guère assuré que tous les courtiers et les conseillers les respecteraient, car l'instruction révisée, demeurant une directive, n'aurait pas force de loi.

Pour veiller à respecter les nouvelles obligations, les conseillers et les courtiers auraient à revoir leurs accords actuels et à s'assurer que les biens et services fournis ou obtenus sont autorisés. La plupart des conseillers ont une liste des services qu'ils peuvent payer sur les courtages, habituellement tenue par le personnel ou les cadres responsables de la conformité. Les courtiers possèdent une liste similaire pour les services qu'ils sont autorisés à offrir dans le cadre de ces accords. Il leur faudrait aussi veiller à respecter les nouvelles obligations d'information.

Coûts

- Pour se conformer aux obligations d'information augmentées, les conseillers auraient à produire de la documentation et à la diffuser auprès de la clientèle. Selon les obligations actuelles au Québec et en Ontario, les conseillers doivent fournir aux clients qui en font la demande le nom des fournisseurs de services de recherche qui leur ont fourni de tels services en contrepartie de courtages au cours du dernier exercice et un résumé de ces services. Le projet de règlement conserve certaines des

obligations d'information annuelle générale qui sont actuellement en vigueur (semblables à celles déjà prévues par la Policy 1.9 de la CVMO et l'Instruction générale Q-20 de l'Autorité des marchés financiers), mais exige aussi les nouveaux renseignements suivants :

- le total des courtages payés pendant la période, pour chaque catégorie de titres, et par compte ou portefeuille de chaque client;
 - une estimation raisonnable des opérations suivantes en pourcentage de ces courtages : l'exécution d'ordres seule, l'exécution d'ordres groupée avec des services exclusifs du courtier, et l'exécution d'ordres comportant l'acheminement d'une partie du courtage à des tiers;
 - dans le cas des paiements à des tiers, une estimation raisonnable de la proportion des courtages versée aux fournisseurs de services de recherche, versée aux autres tiers fournisseurs de services, et retenue par le courtier.
- Il est probable que les obligations d'information supplémentaires occasionneront des frais initiaux aux conseillers, qui devront réviser leurs pratiques et procédures actuelles pour assurer un suivi continu de l'information au niveau de détail voulu. Les conseillers devraient disposer de l'information exigée et les changements nécessaires ne toucheraient que les méthodes de conservation et de traitement de l'information. Les coûts permanents d'établissement, de reproduction et d'envoi de documents d'information seraient moindres dans les cas où la collecte d'information serait revue dès le début.
 - Les courtiers et les conseillers auraient à confronter leur emploi des courtages au projet de règlement et à son instruction générale. La Financial Services Authority (FSA) estime qu'au Royaume-Uni, il faudrait six jours de travail à un chef de la conformité et une journée à un avocat pour effectuer une telle analyse.¹⁰ Nous pensons qu'il en faudrait sensiblement autant aux courtiers et aux conseillers canadiens, pour des frais non récurrents estimés à près de 3 millions de dollars. Le tableau 1 ci-dessous présente la ventilation de ces frais :

Tableau 1	
Nombre moyen de jours travaillés	252
Salaire moyen d'un chef de la conformité	77 000 \$ ¹¹
Temps de travail estimatif	6 jours
Salaire moyen d'un juriste	124 000 \$ ¹²
Temps de travail estimatif	1 jour
Salaire moyen d'un haut dirigeant	110 000 \$
Temps de travail estimatif	1 jour
Nombre estimatif de sociétés visées (courtiers et conseillers) ¹³	1 006
Frais estimatifs par société	2 800 \$
Frais estimatifs globaux (3 000 \$ x 1 006 sociétés)	2,8 millions \$

- En Ontario et au Québec, la plupart des courtiers et des conseillers veillent déjà à respecter les obligations actuelles. Il est probable que ceux des autres territoires sont au fait des directives actuelles et appliquent déjà des politiques et procédures. Les

¹⁰ OXERA, 2003, page 18. Malgré les différences entre notre projet de règlement et le projet de la FSA, nous croyons qu'il s'agit d'une bonne estimation du travail moyen à effectuer pour analyser les accords de paiement indirect au moyen des courtages.

¹¹ Le salaire estimatif d'un chef de la conformité a été établi d'après des discussions avec des consultants en ressources humaines bien au fait du marché du travail pour cette catégorie d'emploi.

¹² Le salaire estimatif d'un juriste a été établi selon le salaire versé aux juristes d'expérience exerçant dans le domaine réglementaire.

¹³ Nous avons posé l'hypothèse que l'ensemble des 201 courtiers et des 805 conseillers sont parties à des accords de paiement indirect au moyen des courtages. Il s'agit d'après nous d'une estimation généreuse des frais pour le secteur et toutes ces sociétés n'ont pas nécessairement conclu de tels accords avec des tiers.

nouveaux coûts permanents qu'occasionnerait le respect des obligations révisées seraient sans doute minimales.

- Pour être conformes aux nouvelles obligations, certains contrats entre courtiers et conseillers pourraient devoir être renégociés.
- Comme dans le cas de l'instruction ontarienne actuelle, les directives ne seraient pas exécutoires, aussi n'aurait-on guère l'assurance que tous les conseillers les respecteraient et que les investisseurs recevraient une information de meilleure qualité. Ainsi, les autorités en valeurs mobilières pourraient rencontrer sensiblement les mêmes problèmes qu'actuellement dans les examens de conformité.
- Les normes manqueraient encore d'uniformité entre les ACVM ainsi qu'entre les organismes de placement collectif et les autres formes de placement géré.

Avantages

- Les participants au marché seraient au clair à propos des pratiques autorisées.
- Si des directives sur l'information à fournir étaient établies, les investisseurs seraient mieux renseignés sur l'utilisation que les conseillers font des courtages pour payer des biens et services non liés à l'exécution d'ordres, donc mieux à même de connaître la conduite de ces derniers et de contrôler les conflits d'intérêts.
- Le rapprochement avec la réglementation américaine et britannique aidera à préserver la compétitivité des marchés des capitaux du Canada. Il n'y a toutefois pas de certitude que les normes seraient suivies par tous les intervenants du secteur.

3. Interdire la pratique

La troisième solution consisterait à interdire aux courtiers et aux conseillers d'utiliser les courtages à d'autres fins qu'en paiement des services d'exécution d'ordres. Les biens et services actuellement acquittés au moyen des courtages seraient payés directement sur les frais de gestion du conseiller.

Coûts

- L'une des principales préoccupations quant à l'interdiction des accords de paiement indirect au moyen des courtages est le tort qu'elle pourrait causer aux fournisseurs de recherche indépendante. Mais dans quelle mesure ceux-ci comptent-ils sur de tels accords? La recherche réalisée par Greenwich Associates¹⁴ révèle que plus de 60 % des gestionnaires de portefeuille au Canada obtiennent leurs services de recherche de tiers fournisseurs dans le cadre de ces accords. Par comparaison, seulement 27 % d'entre eux rémunèrent avec leur propre argent tout ou partie de la recherche indépendante dont ils ont besoin. Non seulement la majorité des conseillers utilisent les courtages en paiement de ces services, mais ils sont aussi potentiellement imposants par leur taille. L'on estime que 20 % des courtages versés à des tiers le sont pour la recherche indépendante. Par conséquent, l'interdiction des accords de paiement indirect au moyen des courtages pourrait causer préjudice aux fournisseurs de services de recherche, mais il est difficile d'évaluer à quel point, car ces accords ne sont interdits dans aucun autre pays comparable.
- Greenwich Associates a également constaté que le paiement des services de recherche au moyen des courtages est plus répandu chez les petits gestionnaires de portefeuille.¹⁵ Donc, l'interdiction de la pratique se ferait sentir encore davantage sur ce groupe. La hausse des coûts que devraient supporter les nouveaux conseillers pourrait entraver leur accès au marché, ce qui, à terme, affaiblirait la concurrence et diminuerait le nombre de conseillers parmi lesquels les investisseurs peuvent choisir.
- Les accords de paiement indirect au moyen des courtages sont autorisés dans d'autres pays, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni. Leur interdiction au Canada pourrait mettre à mal la compétitivité du secteur canadien des valeurs mobilières. Faute d'harmonisation avec ces pays, il pourrait être difficile pour les courtiers canadiens de susciter l'intérêt des gestionnaires de portefeuille étrangers. Ces derniers pourraient également être moins enclins à faire affaire au Canada. Les

¹⁴ Greenwich Associates, *Canadian Equities: Setting the Price for Sell Side Research*, juin 2005, p. 5.

¹⁵ *Greenwich 2005 Statistical Supplement*, p. 12.

investissements au pays pourraient en outre reculer, ce qui resserrerait la liquidité des marchés des capitaux canadiens.

- Aucune preuve concluante ne confirme ni n'infirmes l'existence des économies d'échelle que le groupage des services d'exécution d'ordres avec d'autres biens et services est censé réaliser. Si toutefois de telles preuves existent, le dégroupage fera grimper les coûts pour les conseillers. Il pourrait en coûter davantage aux nouveaux conseillers pour accéder au marché, avec la baisse de la concurrence et du choix offert aux investisseurs qui s'ensuivrait. À terme, moins nombreux à se faire concurrence, les conseillers pourraient finir par augmenter leurs frais de gestion.
- Il y a un risque que les courtiers s'y prennent autrement pour intéresser les conseillers. Par exemple, on a avancé que l'interdiction des accords de paiement indirect au moyen des courtages pourrait inciter les courtiers à agir plus souvent comme contrepartistes. Or, le coût d'une opération de contrepartie par un courtier est englobé dans le prix de l'opération et il est donc plus opaque. L'achat de biens et services ne se rapportant pas à l'exécution d'ordres perdrait ainsi de sa transparence pour les investisseurs et les autorités en valeurs mobilières.
- L'imputation des frais de recherche aux frais de gestion pourrait amener les conseillers à recourir insuffisamment à la recherche et à ne pas prendre les meilleures décisions pour leurs clients. Les conseillers pourraient hésiter à rogner leurs marges en se servant des frais de gestion pour acquitter la recherche. Ils hésiteraient tout autant à hausser ces frais pour payer la recherche, étant donné qu'ils se font concurrence sur le terrain des prix demandés pour leurs services.
- Le dégroupage de certains services exclusifs offerts par les courtiers pourrait se révéler difficile ou coûteux.

Avantages

- Si la fourniture de biens et services groupés se rapportant à la gestion de portefeuille ne permet pas d'économie d'échelle, leur dégroupage pourrait faire baisser les coûts pour les conseillers et les investisseurs.
- La recherche effectuée par Greenwich Associates indique que 71 % des gestionnaires de portefeuille canadiens auraient moins recours à la recherche fournie par les courtiers s'ils étaient contraints de les payer avec leur propre argent.¹⁶ Ce serait le signe que les conseillers en font un emploi abusif, de sorte que l'interdiction bénéficierait aux investisseurs, qui ne paieraient que l'exécution d'ordres et non des services qui ne leur rapportent peut-être rien.
- Dans le même ordre d'idées, le contexte actuel crée peut-être des distorsions sur le marché de la recherche indépendante. Il se peut que les conseillers abusent de la recherche fournie par des tiers et, partant, entretiennent des fournisseurs de recherche et des produits non rentables pour les clients.
- En obligeant les conseillers à puiser dans leurs frais de gestion pour payer les biens et services non liés à l'exécution d'ordres, on les incite à n'obtenir que des biens et services qui profitent aux clients. Plus du quart des gestionnaires de portefeuille sur lesquels Greenwich Associates a porté sa recherche de 2005 payaient la recherche indépendante avec leur propre argent.¹⁷ Il ne fait aucun doute que les conseillers attribuent plus de valeur à la recherche indépendante qu'à son équivalent fourni par les courtiers. Ainsi, l'interdiction pourrait amener les conseillers à substituer la recherche indépendante à celle offerte par les courtiers, ce qui stimulerait les ventes des fournisseurs indépendants.
- Les courtages ne serviraient à payer que l'exécution d'ordres. Il est probable que la surconsommation de biens et services non liés à l'exécution d'ordres cesserait et que les conseillers seraient moins incités à prendre des décisions d'investissement qui ne sont pas dans l'intérêt de leurs clients.
- Les frais de gestion correspondraient au prix réel de l'expertise du conseiller et au coût total de sa méthode de placement. Il serait plus facile pour les investisseurs de comparer les services de conseil selon leur prix.

¹⁶ *Ibid.*

¹⁷ *Ibid.*, p.4.

4. Refondre les obligations actuelles dans un règlement pancanadien

Le projet de règlement résout la problématique des accords de paiement indirect au moyen des courtages par l'instauration d'une norme uniforme dans toutes les provinces et tous les territoires participants.

Coûts

- L'instauration d'un règlement pancanadien exigerait la révision de tous les accords actuels de paiement indirect au moyen des courtages, pour les mêmes coûts que la deuxième solution, soit la mise à jour des obligations actuelles.
- Les conseillers auraient à produire de la documentation et à la diffuser auprès de la clientèle, ce qui entraînerait aussi les mêmes coûts que la deuxième solution.
- Le projet de règlement interdit certains services qui n'étaient pas expressément exclus auparavant. Si ces services n'étaient pas assez rentables, tout laisse croire que les conseillers s'en priveraient plutôt que de les payer avec leurs frais de gestion. D'après la recherche de Greenwich Associates, la baisse de la demande ne devrait pas menacer la viabilité des fournisseurs.¹⁸ En outre, l'exclusion de ces services pourrait encourager les fournisseurs à offrir des produits qui rapporteraient vraiment aux conseillers.
- Les investisseurs recevront davantage d'information sur l'affectation de leurs courtages. Ils pourraient toutefois ne pas avoir assez de connaissances pour juger si les biens et services fournis leur rapportent et améliorent le rendement du capital investi.

Avantages

- Sous le régime proposé dans le projet de règlement, il resterait certes un risque de conflit d'intérêts, mais les conseillers auraient moins l'occasion de surconsommer des biens et services à l'encontre de leur obligation d'obtenir la meilleure exécution. Les obligations d'information augmentées les responsabiliseraient davantage envers leurs clients.
- Les investisseurs obtiendraient assez d'information pour juger si les conseillers font bon usage des courtages. En outre, le surcroît de transparence qui en découlerait permettrait aux investisseurs de mieux comparer les services offerts par les conseillers et, partant, intensifierait les pressions concurrentielles sur ces derniers.
- Comme le règlement aurait force de loi, la menace de sanctions inciterait les conseillers à se discipliner.
- Le projet de règlement fournirait aux courtiers et aux conseillers des éclaircissements sur les biens et services payables au moyen des courtages. La recherche de Greenwich Associates révèle que les conseillers utilisent bel et bien les courtages pour acquitter certains services expressément interdits dans le projet de règlement.¹⁹ Les investisseurs gagneraient à voir une baisse de la consommation de biens et services peu avantageux pour eux.
- Les marchés des capitaux canadiens conserveraient leur position concurrentielle par rapport à ceux des États-Unis et du Royaume-Uni.
- Il serait toujours possible de passer par un accord de paiement indirect au moyen des courtages pour se procurer de la recherche indépendante, de sorte que les analystes qui la fournissent seraient en mesure de rivaliser avec les analystes au service des courtiers.
- Le projet de règlement assurerait l'application d'une norme uniforme à tous les conseillers au pays et dissiperait ainsi la confusion et l'incertitude chez les investisseurs, les conseillers et les courtiers.
- Le projet de règlement inciterait les conseillers à bien connaître leurs obligations fiduciaires et à fournir des biens et services rentables pour ne pas encourir de sanctions.

¹⁸ À titre d'exemple, environ 27 % des répondants utilisent des courtages pour s'abonner à des services de nouvelles et moins de 10 % pour payer l'analyse des frais d'opération (Greenwich Associates, *Canadian Equities: Setting the Price for Sell-Side Research*, juin 2005, 4).

¹⁹ *Ibid.*

Conclusion

Il ressort manifestement de notre analyse que le statu quo présente bien peu d'avantages et n'assurerait pas une protection suffisante aux investisseurs. À l'opposé, l'interdiction pure et simple des accords de paiement indirect au moyen des courtages pourrait nuire à la compétitivité du Canada et compromettre la viabilité de la recherche indépendante au pays.

La mise à jour des obligations actuelles offre l'avantage d'apporter des éclaircissements aux conseillers et aux courtiers et d'améliorer la capacité des clients à surveiller l'affectation de leurs courtages. Nous prévoyons que les courtiers et les conseillers auraient à engager des frais non récurrents d'environ 3 millions de dollars pour réviser leurs pratiques et leurs accords en la matière. Nous ne nous attendons pas à ce que la fourniture d'information plus précise aux clients soit beaucoup plus coûteuse puisque ces renseignements devraient déjà leur être accessibles. Vu la valeur monétaire des courtages affectés au paiement de biens et services n'ayant pas trait à l'exécution d'ordres, une petite réduction suffirait à en compenser le coût. Toutefois, cette solution ne permettrait pas d'atteindre tous les objectifs du projet d'encadrement en ce qu'elle n'apporterait pas d'amélioration uniforme en matière d'information fournie, d'harmonisation ou de coercition.

On estime que le coût de la mise en œuvre du projet de règlement s'élèvera aussi à environ 3 millions de dollars, mais les avantages qui en découleront devraient être substantiels. La présente analyse indique qu'un règlement pancanadien qui donne des directives mieux définies sur l'emploi des paiements indirects au moyen des courtages et qui prescrit la communication d'information à l'investisseur est la meilleure solution. Un tel règlement endiguera les conflits d'intérêts inhérents à ces accords sans mettre en péril la viabilité des fournisseurs de recherche indépendante. En outre, il clarifiera pour les intéressés les pratiques admises en matière de paiements indirects au moyen des courtages. En exigeant de l'information plus utile, homogène et comparable, le projet de règlement aidera les investisseurs à prendre de meilleures décisions à l'égard des conseillers et à surveiller de plus près le recours aux accords de paiement indirect au moyen des courtages.