

Avis de consultation

Projet de Norme canadienne 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages

Projet d'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages

I. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient les documents révisés suivants pour une période de consultation de 90 jours :

- le projet de *Norme canadienne 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages* (le « projet de règle »);
- le projet d'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne *23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages* (« le projet d'instruction complémentaire »).

Le projet de règle devrait être pris sous forme de règle en Colombie-Britannique, en Alberta, au Manitoba, en Ontario, au Québec, au Nouveau-Brunswick 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 complémentaire devrait être mis en œuvre à titre d'instruction dans tous les territoires représentés au sein des ACVM.

II. Contexte

Le 21 juillet 2006, les ACVM ont publié les documents suivants pour consultation (ensemble, les « documents de 2006 »)¹ :

- l'Avis de consultation sur le projet de *Norme canadienne 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)* (l'« avis de 2006 »);

¹ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 3, n° 29.

- le projet de *Norme canadienne 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)* (la « règle de 2006 »);

- le projet d'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne *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)* (l'« instruction de 2006 »).

Les ACVM ont invité les personnes intéressées à présenter des commentaires sur tous les aspects des documents de 2006 et à répondre à quinze questions. Nous avons reçu 43 mémoires. Nous les avons étudiés et remercions les intervenants de leur participation. La liste des intervenants ainsi qu'un résumé des commentaires accompagné de nos réponses figurent en annexe.

III. Faits nouveaux

En 2006 également, la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis a publié des directives sur les accords concernant les courtages. La période de transition pour la mise en œuvre de cet avis (l'« avis de la SEC »)² a pris fin début 2007. Les règles finales de la Financial Services Authority³ étaient déjà entrées en vigueur au moment de la publication des documents de 2006.

Plus récemment, divers représentants de la SEC ont fait des déclarations indiquant que le personnel de cet organisme poursuit ses travaux en vue de présenter à ses commissaires des recommandations qui auraient pour effet d'augmenter la transparence et d'améliorer la surveillance en matière d'utilisation des courtages. Nous entendons poursuivre l'observation de la situation aux États-Unis.

IV. Objet des projets de règle et d'instruction complémentaire

En réponse aux commentaires reçus, et après mûre réflexion, les ACVM ont sensiblement révisé les documents de 2006. Les projets de règle et d'instruction complémentaire ont toujours le même propos, mais leur teneur a changé.

Le projet de règle prévoit toujours un encadrement de l'utilisation des courtages par les conseillers en valeurs. Il précise les caractéristiques générales des biens et services que les conseillers peuvent acheter au moyen des courtages et définit les obligations des conseillers en matière d'information sur l'utilisation des courtages.

² L'avis de la SEC a été publié le 18 juillet 2006 sous la référence *Exchange Act Release No. 34-54165*. Il a pris effet le 24 juillet 2006 et prévoyait une période de transition de six mois jusqu'au 24 janvier 2007.

³ Les règles finales de la FSA ont été publiées en juillet 2005 dans le document intitulé *Policy Statement 05/9, Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements: Feedback on CP 05/5 and Final Rules*. Elles sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2006 et prévoyaient une période de transition de six mois.

Le projet d'instruction complémentaire donne des indications supplémentaires concernant les types de biens et services que les conseillers en valeurs peuvent payer au moyen des courtages et ceux qui ne sont pas autorisés. Elle donne également des indications sur l'information qui serait considérée comme acceptable pour l'application du projet de règle.

V. Résumé des projets de règle et d'instruction complémentaire

A. *Thèmes communs des commentaires sur les documents de 2006*

Les thèmes courants qui ressortent des commentaires sur les documents de 2006 sont les suivants: 1) les difficultés que pourrait causer l'application de la règle de 2006 aux opérations pour compte propre qui n'ont pas de mécanisme indépendant de fixation du prix; 2) la nécessité d'harmoniser les obligations le plus possible avec celles qui existent au Royaume-Uni et aux États-Unis, et de préférence avec celles des États-Unis; 3) la difficulté de remplir les obligations d'information proposées et leur éventuelle inutilité pour beaucoup de clients; 4) la nécessité d'envisager une période de transition.

Comme nous l'indiquons ci-dessus, nous avons étudié les commentaires et apporté des modifications de fond aux documents de 2006 (que l'on retrouve dans les projets de règle et d'instruction complémentaire actuels). Les modifications sont résumées ci-dessous. Nous avons également apporté plusieurs modifications qui n'ont aucune incidence sur le fond. Ces modifications et les motifs qui les sous-tendent sont abordés dans le résumé des commentaires, en annexe.

B. *Résumé des modifications de fond apportées aux projets de règle et d'instruction complémentaire*

Le résumé des modifications de fond apportées aux projets de règle et d'instruction complémentaire comporte cinq parties : i) champ d'application du projet de règle; ii) définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « services de recherche »; iii) encadrement des pratiques en matière de courtages; iv) information sur les pratiques en matière de courtages; v) période de transition.

i) Champ d'application du projet de règle

Nous proposons de restreindre le champ d'application du projet de règle en considération de certains commentaires faisant valoir les difficultés qui se poseraient pour respecter les obligations si le projet de règle s'appliquait à toutes les opérations sur titres. Selon les intervenants :

- les frais des opérations effectuées pour compte propre sont intégrés au prix des titres et sont donc difficiles à mesurer;
- vu le manque de transparence de l'information avant et après les opérations sur les marchés hors cote, il est difficile de séparer le prix des titres des frais relatifs aux services additionnels fournis;
- il faut envisager de limiter l'application du projet de règle aux opérations sur titres comportant un mécanisme indépendant de fixation du prix, de façon à l'harmoniser avec celle des règles de la SEC et de la FSA.

En vertu de son article 2.1, le projet de règle ne s'applique qu'aux opérations sur titres où un courtier facture des frais de courtage et qui sont réalisées pour un fonds d'investissement, un compte géré sous mandat discrétionnaire ou tout autre compte ou portefeuille à l'égard duquel un conseiller exerce des pouvoirs discrétionnaires en matière d'investissement pour le compte de tiers. Nous avons ajouté des indications au paragraphe 1 de l'article 2.1 du projet d'instruction complémentaire pour préciser que, dans le projet de règle, le terme « courtages » s'entend des commissions ou frais payés pour l'exécution d'une opération lorsque le prix payé pour le titre est indiqué clairement et séparément (par exemple lorsque le titre est coté en bourse ou qu'il existe un autre mécanisme indépendant de fixation du prix qui permet au conseiller de déterminer avec précision et objectivité le montant des commissions ou des frais facturés).

Nous avons également ajouté le paragraphe 2 à l'article 2.1 du projet d'instruction complémentaire pour fournir des explications concernant la limitation du champ d'application du projet de règle et préciser que les conseillers en valeurs qui obtiennent des biens et services autres que l'exécution d'ordres dans le cadre d'opérations comme les opérations pour compte propre où il y a majoration (par exemple les opérations sur titres à revenu fixe sur le marché hors cote) doivent toujours respecter leur obligation fiduciaire générale d'agir avec honnêteté, bonne foi et loyauté envers leurs clients, mais qu'ils ne peuvent invoquer la règle pour prouver qu'ils s'y sont conformés.

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

De manière générale, les intervenants estiment que nous devrions harmoniser les obligations avec celles des États-Unis et du Royaume-Uni pour ce qui est des définitions de

« services d'exécution d'ordres » et de « services de recherche » et de leur interprétation relativement à l'admissibilité de certains biens et services. Il semble que nombre de ces intervenants n'aient pas observé les différences qui existent entre les définitions et les critères d'admissibilité applicables dans ces deux pays. Ceux qui les ont observées étaient en faveur de l'harmonisation avec les États-Unis.

En réponse aux commentaires reçus, nous avons modifié les définitions et les indications qui s'y rapportent. Les modifications de fond touchent les points suivants :

- la norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres;
- la définition et les caractéristiques des services de recherche;
- l'admissibilité de divers biens et services.

a) *La norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres*

Aucune modification n'a été apportée au projet de définition de « services d'exécution d'ordres », qui reste donc conforme à la définition figurant dans la Policy 1.9 de la CVMO et l'Instruction générale Q-20 de l'Autorité des marchés financiers⁴ (les « dispositions actuelles »). Nous avons toutefois apporté des modifications afin de clarifier la norme temporelle proposée pour les services d'exécution d'ordres, compte tenu de divers commentaires voulant que les « services d'exécution d'ordres » commencent au début du cycle de vie de l'ordre (après que la décision d'investissement a été prise) et comprennent de manière générale les biens et services utilisés pour décider de la façon, du moment ou de l'endroit appropriés pour passer un ordre ou faire une opération.

Les réponses aux questions que nous avons posées sur l'admissibilité de certains biens et services laissent également entendre qu'il existe différentes interprétations du point de départ de l'application de la norme temporelle. Ainsi, d'après les commentaires sur l'admissibilité des analyses après les opérations, d'aucuns considèrent que certaines utilisations constituent des « services d'exécution d'ordres », tandis que d'autres estiment qu'il s'agit plutôt de « services de recherche ». Cette divergence tire peut-être son origine de la norme temporelle proposée dans les documents de 2006, qui commençait après que le conseiller en valeurs a décidé de faire un placement ou de réaliser une opération, sans donner de précisions quant à sa délimitation.

Nous avons donc modifié l'article 3.2 du projet d'instruction complémentaire, qui propose désormais une norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres qui engloberait les biens et services fournis ou utilisés entre le moment auquel le conseiller en

⁴ L'Instruction générale Q-20 est devenue un règlement en juin 2003 en vertu de l'article 100 de la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières* (L.Q. 2001, c. 38).

valeurs prend une décision d'investissement (c'est-à-dire la décision de souscrire, d'acheter ou de vendre des titres) et le moment auquel l'opération est conclue.

Nous avons également modifié la définition de « services de recherche »⁵ du projet de règle en remplaçant les mots « l'opportunité de faire des opérations » par un libellé qui vise à parer à toute interprétation erronée de la norme temporelle proposée.

Nous estimons que la clarification du point de départ de la norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres contribuerait à garantir la cohérence de la catégorisation des biens et services utilisés dans le processus d'exécution, que le conseiller se fie principalement au courtier pour prendre les décisions d'exécution, qu'il y contribue ou encore qu'il les prenne lui-même.

La norme temporelle est peut-être différente de celle prévue par l'avis de la SEC⁶, mais nous ne jugeons pas que cela puisse causer des difficultés en ce qui concerne l'admissibilité de biens ou services particuliers dans les deux pays. Les seules différences qui devraient en résulter concerneraient plutôt la catégorisation des biens ou services admissibles. Par exemple, un bien considéré comme de la recherche en vertu de la norme temporelle de la SEC pourrait être considéré comme un service d'exécution d'ordres en vertu du projet de règle.

Question 1 : Quelles difficultés pourrait poser une norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres différente de la norme de la SEC, notamment en l'absence d'obligations d'information précises aux États-Unis? Ces difficultés l'emporteraient-elles sur tout avantage apporté par une norme temporelle qui permette de classer les biens et services de façon systématique, en fonction de leur utilisation?

b) La définition et les caractéristiques des services de recherche

Nous avons modifié sur le fond la définition de « services de recherche » et les indications s'y rapportant en raison de commentaires sur les documents de 2006 voulant que les caractéristiques des services de recherche proposées, jointes à l'obligation proposée pour les conseillers en valeurs de s'assurer que la recherche effectuée ajoute une valeur aux décisions d'investissement ou d'opérations, ne permettaient pas de reconnaître comme admissibles les biens et services qui ne comportent pas ces caractéristiques ou n'ajoutent pas en tant que tels de valeur aux décisions d'investissement ou d'opérations, mais ajoutent de la valeur lorsque le conseiller les utilise pour faire des analyses ou de la recherche. Nous avons également reconsidéré la question de savoir s'il faudrait adopter une solution plus

⁵ L'expression « services de recherche » remplace le terme « recherche » qui était utilisé dans la règle de 2006 et l'instruction de 2006.

⁶ La norme temporelle de la SEC est formulée comme suit : « [TRADUCTION] le courtage commence lorsque le gestionnaire de portefeuille communique avec le courtier pour passer un ordre d'exécution et se termine lorsque les fonds ou les titres sont remis ou crédités au compte géré par le conseiller ou au mandataire du titulaire du compte » (avis de la SEC, p. 40 et 41).

proche de celle prévue par l'avis de la SEC, qui accorde davantage d'importance à l'utilisation des biens et services.

Les modifications de fond suivantes ont donc été apportées :

- les indications prévues à l'article 3.3 du projet d'instruction complémentaire ont été révisées pour donner moins d'importance aux caractéristiques de la recherche;

- l'obligation proposée à l'alinéa *b* du paragraphe 2 de l'article 3.1 de la règle de 2006, selon lequel le conseiller doit veiller à ce que les services de recherche ajoutent de la valeur à la décision en matière de placement a également été supprimée, parallèlement à des modifications visant à insister davantage sur l'utilisation des biens et services pour déterminer l'admissibilité au paiement au moyen des courtages. (D'autres raisons ont également contribué à la suppression de cette obligation. Elles sont abordées ci-dessous, à la rubrique *Encadrement des pratiques en matière de courtages*.)

c) L'admissibilité de certains biens et services

Nous avons réexaminé l'admissibilité de biens et services comme les données du marché brutes, les services de vote par procuration et l'information publiée ou les publications à grande diffusion à titre de services de recherche, ainsi que l'admissibilité des systèmes de gestion d'ordres et des analyses après les opérations à titre de services d'exécution d'ordres. En réponse aux commentaires, nous avons aussi considéré l'admissibilité d'autres biens et services comme les séminaires, les lignes téléphoniques ou de transmission de données, les opinions d'experts, les analyses avant les opérations, les bases de données et les logiciels.

Les intervenants ont présenté des arguments convaincants pour justifier l'admissibilité de certains biens et services comme services d'exécution d'ordres ou services de recherche. Ils ont notamment fait valoir les craintes suscitées par l'absence d'harmonisation avec les opinions exprimées dans l'avis de la SEC.

Nous avons donc apporté les modifications de fond suivantes :

- la définition proposée de « services de recherche » figurant dans le projet de règle comprend désormais les bases de données et les logiciels conçus principalement pour exécuter les services visés par la définition, comme la définition de « services reliés à la prise de décision d'investissement » prévue par les dispositions actuelles;

- les indications proposées aux paragraphes 3 de l'article 3.2 et 2 de l'article 3.3 du projet d'instruction complémentaire, qui donnent, respectivement, des exemples de biens et services qui pourraient être considérés comme des services d'exécution d'ordres et des services de recherche, ont été modifiées;

- les indications proposées à l'article 3.5 du projet d'instruction complémentaire, qui donne des exemples de biens et services que nous considérons comme clairement non autorisés en vertu du projet de règle, ont été modifiées.

Le résumé des commentaires et nos réponses, en annexe, donnent davantage d'information sur ce que nous pensons de divers biens et services ainsi que les raisons pour lesquelles des modifications ont été apportées ou non au projet d'instruction complémentaire.

Nous soulignons qu'il n'est pas envisageable de dresser dans l'instruction complémentaire une liste exhaustive de tous les biens et services qui pourraient être admissibles comme services d'exécution d'ordres ou services de recherche. Les exemples proposés visent uniquement à aider les conseillers en valeurs à déterminer si un bien ou service donné correspond à la définition de services d'exécution d'ordres ou de services de recherche. Même si certains biens ou services étaient expressément mentionnés dans la version finale de l'instruction complémentaire, les conseillers en valeurs devraient respecter les obligations prévues à la partie 3 du projet de règle pour pouvoir en justifier le paiement au moyen des courtages.

iii) Encadrement des pratiques en matière de courtages

En réponse aux commentaires reçus, nous avons également modifié les obligations proposées pour les conseillers en valeurs qui utilisent les courtages pour payer des services d'exécution d'ordres ou des services de recherche. Les modifications de fond concernent les points suivants :

- la relation entre l'utilisation des biens et services et l'obligation de veiller à ce qu'elle soit à l'avantage des clients;
- la relation entre les avantages obtenus et des clients particuliers;
- la capacité d'évaluer la valeur obtenue par rapport à la valeur payée;
- les biens et services non sollicités.

Nous n'avons pas reçu de commentaires significatifs sur les obligations des courtiers en vertu de la règle de 2006 qui aient donné lieu à des modifications de fond.

a) La relation entre l'utilisation des biens et services et l'obligation de veiller à ce qu'elle soit à l'avantage des clients

Comme nous l'avons vu plus haut, nous avons modifié la définition et les caractéristiques des services de recherche de manière à insister davantage sur l'utilisation des biens et services pour déterminer s'il est possible de les payer au moyen des courtages.

Dans le cadre de ce remaniement, nous avons réévalué l'encadrement général de l'utilisation des courtages. L'alinéa *a* du paragraphe 2 de l'article 3.1 du projet de règle oblige toujours le conseiller en valeurs qui paie des services d'exécution d'ordres ou de recherche au moyen des courtages à veiller à ce que ces services soient à l'avantage de ses clients.

Des indications ont également été ajoutées au paragraphe 2 de l'article 4.1 du projet d'instruction complémentaire. Elles précisent que, pour être à l'avantage des clients, les biens et services devraient être utilisés de façon à apporter au conseiller l'assistance appropriée à la prise de décision d'investissement ou à la réalisation d'opérations. Elles précisent aussi que le conseiller devrait être en mesure de démontrer que les biens et services payés au moyen des courtages lui apportent l'assistance appropriée.

Enfin, comme nous avons modifié les indications proposées concernant les caractéristiques des services de recherche et recentré l'encadrement sur l'utilisation des biens et services, nous avons également supprimé l'obligation proposée dans la règle de 2006 en vertu de laquelle le conseiller en valeur doit s'assurer que la recherche effectuée ajoute de la valeur aux décisions d'investissement ou d'opérations. Nous estimons en effet que les indications supplémentaires que nous proposons en ce qui concerne les biens et services qui apportent l'assistance appropriée devraient suffire.

b) La relation entre les avantages obtenus et des clients particuliers

Pour indiquer clairement que nous n'avons pas l'intention d'obliger les conseillers en valeurs à s'assurer qu'il existe un lien direct entre chaque bien ou service obtenu et des clients particuliers, nous avons modifié les indications proposées.

Nous avons ajouté le paragraphe 3 à l'article 4.1 du projet d'instruction complémentaire pour reconnaître qu'un service d'exécution d'ordres ou de recherche en particulier peut être à l'avantage de plusieurs clients et ne pas toujours bénéficier directement à chaque client dont les courtages ont servi à payer le service particulier. Les indications proposées prévoient également que le conseiller doit se doter de politiques et de procédures adéquates pour faire en sorte que les clients dont les courtages ont servi à payer ces biens et services en ont tiré un avantage raisonnable et équitable.

c) La capacité d'évaluer la valeur obtenue par rapport à la valeur payée

Nous avons étudié les commentaires indiquant qu'il pourrait être difficile de veiller à ce que les courtages payés soient raisonnables, compte tenu de la valeur des biens et services obtenus, lorsque les courtiers qui groupent des biens et services avec l'exécution d'ordres ne fournissent pas suffisamment d'information sur les coûts. Nous avons également étudié les propositions d'adopter la solution de la SEC en exigeant de déterminer de bonne foi si les montants payés sont raisonnables.

Nous avons donc modifié le paragraphe 2 de l'article 3.1 du projet de règle en proposant que le conseiller établisse de bonne foi que les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des services d'exécution d'ordres ou de recherche obtenus. Nous avons ajouté des indications au paragraphe 4 de l'article 4.1 du projet d'instruction complémentaire sur la façon de faire cette détermination, en précisant notamment que le conseiller peut la faire à l'égard d'une opération en particulier ou de ses responsabilités générales envers les comptes des clients.

d) Les biens et services non sollicités

Les commentaires reçus font état d'une incertitude en ce qui concerne le traitement, en vertu du projet de règle, des biens et services non sollicités et de l'accès aux biens et services fournis par les courtiers, lorsque ces biens et services ne sont ni autorisés en vertu du projet de règle ni utilisés par le conseiller. Nous relevons également des préoccupations quant au manque de contrôle sur les biens et services que les courtiers peuvent fournir ou offrir en contrepartie des courtages.

Pour répondre à ces préoccupations, nous proposons les indications figurant au paragraphe 4 de l'article 4.1 du projet d'instruction complémentaire, qui précisent que le critère pertinent pour l'application de l'alinéa *b* du paragraphe 2 de l'article 3.1 du projet de règle est le caractère raisonnable du montant des courtages payés, compte tenu des biens et services obtenus et utilisés par le conseiller en valeurs. Il en résulte que le conseiller qui, parce qu'il paie des courtages, se voit offrir ou obtient des biens ou services non sollicités qu'il n'utilise pas n'enfreint pas cette obligation s'il ne les inclut pas dans son évaluation de la valeur reçue en contrepartie des courtages. Les indications précisent également que le conseiller doit inclure ces biens ou services dans son évaluation s'il les utilise ou considère que leur disponibilité est un facteur de sélection des courtiers.

Nous estimons que cette solution pourrait également être appliquée lorsque le conseiller en valeurs attribue des courtages à un bien ou service d'usage mixte. Nous ne nous attendons pas à ce qu'il attribue un coût à la partie non admissible d'un bien ou service qu'il a obtenu sans le solliciter et n'a pas utilisé, et qu'il le paie de sa poche. Cependant, il a toujours l'obligation d'établir de bonne foi que les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur de la partie admissible de ce bien ou service.

iv) Information sur les pratiques en matière de courtages

Nous avons reçu beaucoup de commentaires à propos de l'information à fournir en vertu de la règle de 2006. Nombre d'arguments ont été avancés pour expliquer que l'information détaillée serait trop difficile à produire et qu'elle aurait une valeur douteuse pour les clients. Toutefois, nous sommes toujours d'avis que l'information supplémentaire sur l'utilisation des courtages est nécessaire pour accroître la transparence à ce sujet, aider les clients à comprendre les services qu'ils obtiennent et garantir que les processus de tous les conseillers en valeurs présentent la rigueur voulue.

En réponse aux commentaires, nous avons apporté aux obligations d'information proposées des modifications qui, selon nous, réalisent un juste équilibre entre le besoin de transparence et la reddition de comptes, le fardeau et les coûts qu'elles pourraient entraîner pour les conseillers en valeurs et l'objectif de compatibilité avec l'information présentée aux États-Unis. Les modifications de fond touchent les points suivants :

- la clarification du sens du terme « client » aux fins de l'information;
- la portée de l'information descriptive;
- la portée de l'information quantitative;
- les renseignements supplémentaires à consigner et à fournir sur demande.

Nous ne jugeons pas qu'il faille modifier la forme ou la fréquence de l'information.

a) *Clarification du sens du terme « client » aux fins de l'information*

Compte tenu de l'incertitude qui ressort clairement de la lecture des commentaires sur le sens du terme « client » aux fins de l'information, nous proposons des indications à l'article 5.1 du projet d'instruction complémentaire pour préciser que le destinataire de l'information est généralement la partie avec laquelle le conseiller en valeurs a signé un contrat de fourniture de conseils. Par exemple, pour le conseiller en valeurs d'un fonds d'investissement, le client est généralement le fonds d'investissement, à moins que le conseiller n'en soit également le fiduciaire ou la société de gestion ou qu'il n'appartienne au même groupe que le fiduciaire ou la société de gestion du fonds, auquel cas il devrait déterminer si sa relation avec le fonds présente, en vertu de la Norme canadienne *81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*, une question de conflit d'intérêts qu'il faudrait soumettre au comité d'examen indépendant établi conformément à cette règle, et s'il ne vaudrait pas mieux présenter l'information à celui-ci.

b) *Portée de l'information descriptive*

Nous avons révisé les obligations d'information proposées en élargissant la portée de l'information descriptive à fournir aux clients pour qu'ils soient en mesure de comprendre l'utilisation que les conseillers en valeurs font de leurs courtages pour payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres.

Pour formuler ces nouvelles obligations d'information, nous avons pris en considération les propositions des intervenants, et réexaminé l'information descriptive prévue à la partie II du formulaire ADV de la SEC ainsi que dans le *Pension Fund Information Code* de l'Investment Management Association.

Les obligations d'information descriptive prévues aux alinéas *a* à *e* de l'article 4.1 du projet de règle conserveraient l'essentiel des dispositions de la règle de 2006 pour la présentation d'information sur la nature des accords conclus pour le paiement des services d'exécution d'ordres ou des services de recherche au moyen des courtages et l'indication du nom des courtiers et des tiers qui ont fourni des biens et services autres que l'exécution d'ordres, ainsi que des types de biens et services fournis. Toutefois, nous proposons également que chaque courtier ou tiers nommé qui est une entité du même groupe soit indiqué séparément, de même que les types de biens et services qu'il a fournis.

Les autres obligations d'information que nous proposons d'ajouter consistent dans une description du processus de sélection des courtiers en valeurs en vue de la réalisation d'opérations, indiquant les facteurs utilisés, l'indication des procédures permettant de vérifier que, avec le temps, les clients auront tiré avantage de l'utilisation des courtages qui leur sont facturés et l'indication des méthodes utilisées pour établir si les courtages payés en contrepartie des services d'exécution d'ordres et des services de recherche sont globalement raisonnables.

Des indications supplémentaires visant à aider les conseillers en valeurs à comprendre nos attentes relatives à l'information descriptive sont données aux paragraphes 2 et 3 de l'article 5.3 du projet d'instruction complémentaire.

c) Portée de l'information quantitative

Nous avons aussi révisé les obligations d'information proposées en resserrant la portée de l'information quantitative prévue par la règle de 2006. Comme première étape du renforcement de la reddition de comptes et de la transparence par la fourniture d'information quantitative, nous proposons, à l'alinéa *f* de l'article 4.1 du projet de règle, de limiter l'information quantitative à fournir au niveau du client au total des courtages payés par celui-ci pendant la période. Nous proposons en outre, à l'alinéa *g* de l'article 4.1 du projet de règle, d'exiger, selon le niveau de regroupement choisi, la présentation du total des courtages payés pendant la période, accompagné d'une estimation raisonnable de la partie qui représente le montant payé ou accumulé pour payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres. Des indications sont également proposées au paragraphe 4 de l'article 5.3 du projet d'instruction complémentaire en ce qui concerne le niveau de regroupement des courtages à présenter. Elles donnent aux conseillers en valeurs toute latitude de déterminer le niveau de regroupement approprié, en fonction de leur structure et des besoins de leurs clients.

Nous estimons que l'information quantitative proposée est compatible avec celle que les fonds d'investissement doivent actuellement présenter à leurs clients en vertu de la Norme canadienne *81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, sauf que le conseiller en valeurs doit faire une estimation raisonnable du montant payé ou accumulé

pour payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres, au lieu de présenter ce montant s'il est possible de le déterminer⁷.

Nous sommes également d'avis que les obligations d'information quantitative proposées ne devraient pas imposer un fardeau indu aux conseillers en valeurs et qu'un manque apparent d'harmonisation entre ces obligations et celles en vigueur aux États-Unis et au Royaume-Uni ne causera pas de problèmes notables. Quoi qu'il en soit, nous continueront de suivre les développements aux États-Unis, notamment toute modification proposée au régime d'information, et sommes disposés à revoir la solution que nous avons adoptée, le cas échéant.

Question 2 : Quelles difficultés pourrait poser l'obligation de séparer l'estimation du total des courtages entre l'exécution d'ordres et les biens et services autres que l'exécution d'ordres? Quelles difficultés pourrait-on rencontrer si l'obligation consistait plutôt à séparer le total des courtages entre les services de recherche et les services d'exécution d'ordres?

Question 3 : Étant donné que, de plus en plus, les services d'exécution d'ordres et les services de recherche sont offerts sans égard aux frontières internationales, le projet de règle devrait-il donner aux conseillers la possibilité de se conformer à des obligations d'information étrangères plutôt qu'aux obligations d'information proposées, du moment qu'ils peuvent démontrer que ces obligations étrangères sont au moins analogues à celles prévues par le projet de règle? Dans l'affirmative, faudrait-il limiter cette possibilité à l'information quantitative, étant donné que les difficultés découlant des différences entre les obligations d'information quantitative de divers pays sont vraisemblablement plus importantes que les problèmes soulevés par les différences entre les obligations d'information descriptive? Faudrait-il aussi limiter la liste des pays où des obligations acceptables sont prévues et, dans ce cas, quels pays faudrait-il retenir? Veuillez motiver votre réponse.

d) Renseignements supplémentaires à consigner et à fournir sur demande

Nous avons supprimé l'obligation prévue au paragraphe 2 de l'article 4.1 de la règle de 2006 en vertu de laquelle le conseiller en valeurs aurait été tenu de consigner des renseignements sur chaque bien ou service obtenu, pour les fournir à ses clients sur demande. Nous estimons que l'obligation d'indiquer le nom des fournisseurs et les types de biens et services qui est prévue à l'alinéa c de l'article 4.1 du projet de règle devrait permettre de fournir aux clients suffisamment de renseignements sur les biens et services payés avec les courtages.

⁷ Nous tiendrons compte de la nécessité d'harmoniser les obligations d'information prévues par le projet de règle et celles prévues par les règles sur l'information des fonds d'investissement.

Malgré la suppression de cette obligation expresse, les conseillers en valeurs se rappelleront qu'ils ont l'obligation générale de tenir des dossiers adéquats pour être en mesure de démontrer qu'ils se conforment au projet de règle.

v) ***Période de transition***

Compte tenu du souhait des intervenants qu'une période de transition soit prévue, et notamment des préoccupations quant aux délais nécessaires pour respecter les obligations d'information prévues par la règle de 2006, nous proposons une date d'entrée en vigueur tombant six mois après la date d'approbation du projet de règle. Voir l'article 6.1 du projet de règle.

Nous estimons que les modifications apportées au projet de règle depuis les modifications proposées dans la règle de 2006, notamment la suppression de certaines des obligations d'information les plus exigeantes, devraient répondre à nombre de préoccupations exprimées par les intervenants, de sorte qu'il n'est pas nécessaire de prévoir une période de transition plus longue.

Question 4 : Faudrait-il prévoir une période de transition distincte et plus longue pour les obligations d'information de façon à disposer du temps nécessaire à leur mise en œuvre et à tenir compte de l'évolution de la situation aux États-Unis? Dans l'affirmative, quelle devrait être la durée de cette période de transition?

VI. Consultation

Nous sollicitons des réponses aux questions suivantes :

Question 1

Quelles difficultés pourrait poser une norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres différente de la norme de la SEC, notamment en l'absence d'obligations d'information précises aux États-Unis? Ces difficultés l'emporteraient-elles sur tout avantage apporté par une norme temporelle qui permette de classer les biens et services de façon systématique, en fonction de leur utilisation?

Question 2

Quelles difficultés pourrait poser l'obligation de séparer l'estimation du total des courtages entre l'exécution d'ordres et les biens et services autres que l'exécution d'ordres? Quelles difficultés pourrait-on rencontrer si l'obligation consistait plutôt à séparer le total des courtages entre les services de recherche et les services d'exécution d'ordres?

Question 3

Étant donné que, de plus en plus, les services d'exécution d'ordres et les services de recherche sont offerts sans égard aux frontières internationales, le projet de règle devrait-il donner aux conseillers la possibilité de se conformer à des obligations d'information étrangères plutôt qu'aux obligations d'information proposées, du moment qu'ils peuvent démontrer que ces obligations étrangères sont au moins analogues à celles prévues par le projet de règle? Dans l'affirmative, faudrait-il limiter cette possibilité à l'information quantitative, étant donné que les difficultés découlant des différences entre les obligations d'information quantitative de divers pays sont vraisemblablement plus importantes que les problèmes soulevés par les différences entre les obligations d'information descriptive? Faudrait-il aussi limiter la liste des pays où des obligations acceptables sont prévues et, dans ce cas, quels pays faudrait-il retenir? Veuillez motiver votre réponse.

Question 4

Faudrait-il prévoir une période de transition distincte et plus longue pour les obligations d'information de façon à disposer du temps nécessaire à leur mise en œuvre et à tenir compte de l'évolution de la situation aux États-Unis? Dans l'affirmative, quelle devrait être la durée de cette période de transition?

VII. 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.

VIII. Textes connexes

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

En Ontario, le texte réglementaire proposé se fonde sur les dispositions suivantes de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la *Loi*) :

- En vertu du sous-alinéa 143(1)2(i) de la *Loi*, la Commission peut établir des règles à l'égard des normes d'exercice et de conduite professionnelle que doivent suivre les personnes ou les compagnies inscrites dans leurs rapports avec leurs clients actuels et éventuels.
- En vertu du sous-alinéa 143(1)2(ii) de la *Loi*, la Commission peut établir des règles à l'égard des exigences qui sont utiles à la prévention ou à la réglementation des conflits d'intérêts.

- En vertu de l'alinéa 143(1)7 de la *Loi*, la Commission peut établir des règles afin de prescrire les exigences relatives à la divulgation ou à la communication de renseignements au public ou à la Commission par les personnes ou les compagnies inscrites.

IX. Autres solutions et coûts et avantages prévus

La plupart des autres solutions envisagées et les coûts et avantages prévus de la mise en œuvre du projet de règle 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*. Une analyse coûts-avantages à jour est publiée, en anglais seulement, dans le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

La British Columbia Securities Commission (BCSC) a proposé une autre solution dans l'avis de 2006. Selon elle, une bonne façon de réglementer les accords de paiement au moyen des courtages consisterait à s'en remettre à l'obligation actuelle des conseillers d'agir avec honnêteté, bonne foi et loyauté, à donner des indications et à utiliser d'autres outils réglementaires, dont les examens de conformité et la sensibilisation. La BCSC participe à cette nouvelle publication, mais son conseil d'administration n'a pas encore décidé si elle prendrait le projet de règle. La BCSC examinera les nouveaux commentaires formulés dans le cadre de cette consultation.

X. Documents non publiés

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

XI. Commentaires et questions

Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur les projets de règle et d'instruction complémentaire et à répondre aux questions posées dans le présent avis avant le 10 avril 2008.

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
Autorité des marchés financiers
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.

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

John Stevenson, Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1903, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Veuillez 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
514-395-0337, poste 4358

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

Jonathan Sylvestre
Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-2378

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

Tony Wong
British Columbia Securities Commission

Ashlyn D'Aoust
Alberta Securities Commission

604-899-6764

403-355-4347

Le 11 janvier 2008

Projet de Norme canadienne 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)* et d'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-102

Résumé des commentaires et réponses

I. Réponses aux questions

Question 1 : Faut-il limiter l'application du projet de règle 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?

La majorité des intervenants estiment qu'il faut limiter l'application du projet de règle aux opérations comportant un mécanisme indépendant de fixation du prix (opérations sur titres cotés) pour les motifs suivants:

- les frais des opérations pour compte propre (notamment sur titres à revenu fixe) sont intégrés au prix des titres, il n'est pas aisé de les mesurer et la hausse des coûts entraînée par l'amélioration de la tenue des dossiers, qui est nécessaire pour séparer les frais d'exécution et les frais de recherche, ne serait pas justifiée étant donné le manque de précision des données;
- vu le manque de transparence de l'information avant et après les opérations sur les marchés hors cote, il est difficile de séparer le prix des titres des frais relatifs aux services additionnels fournis;
- il est difficile, voire impossible, de détacher les courtages des frais d'exécution totaux des opérations pour compte propre;
- tant que les courtages ne seront pas indiqués explicitement par les courtiers, les conseillers en valeurs devront faire des estimations, qui seront certainement différentes, de sorte que l'information ne sera pas uniforme;
- il importe de suivre autant que faire se peut les exigences de la FSA (qui ne s'appliquent qu'aux titres de participation et titres connexes) et de la SEC (qui s'appliquent aux courtages payés par les clients pour les opérations exécutées pour leur compte et aux frais relatifs à certaines opérations pour compte propre sans risque qui sont déclarées en vertu des règles de déclaration des opérations de la NASD);

- il serait particulièrement difficile de ventiler les courtages payés sur les titres étrangers à revenu fixe parce que les courtiers étrangers ne sont pas assujettis aux mêmes règles;

- dans le cas des opérations pour compte propre, la recherche et les autres services se limitent en fait à la simple exécution, de sorte que le « dégroupage » du coût d'exécution ne présente pas grand intérêt.

Quelques intervenants estiment toutefois qu'il faudrait étendre l'application du projet de règle aux opérations pour compte propre pour les motifs suivants :

- il ne faudrait pas cacher l'information sur les accords de paiement indirect aux investisseurs en raison du type de produit, d'opération ou de marché;

- certains services de recherche exclusifs offerts par les courtiers sur les titres à revenu fixe sont payés au moyen des courtages compris implicitement dans les écarts entre le prix des obligations, et le calcul du montant est simple : les courtiers fixent le prix de chaque service de recherche et, une fois que l'exécution de l'opération a été convenue, un montant est ajouté et indiqué comme paiement des services de recherche;

- si le projet de règle ne s'applique pas aux opérations pour compte propre, des conseillers en valeurs sans scrupules qui ont des mandats en titres à revenu fixe et en titres de participation pourraient déplacer les frais non autorisés visés par la règle des paiements indirects au moyen des courtages relatifs aux titres participation à ceux relatifs aux opérations pour compte propre;

- il est injuste de surveiller étroitement les paiements au moyen des courtages sur les marchés boursiers et non sur les marchés hors cote; les participants aux marchés hors cote devraient à tout le moins commencer à communiquer le montant et le type de biens et de services qu'ils se procurent par l'entremise des courtiers.

Les intervenants ont cependant reconnu qu'il est difficile de calculer le montant des services groupés fournis dans le cadre d'opérations pour compte propre. D'après certains d'entre eux, si l'on décidait de ne pas limiter l'application du projet de règle aux opérations comportant un mécanisme de fixation du prix indépendant, il faudrait l'étendre à toute opération dans laquelle il est possible de distinguer ou d'estimer raisonnablement les frais payés pour l'exécution.

Réponse

Nous convenons qu'il est difficile de calculer les frais intégrés au prix des opérations pour compte propre sur les marchés hors cote en raison du manque de transparence à leur égard. Le champ d'application du projet de règle est limité à certaines opérations sur titres dans lesquelles des courtages sont facturés. Nous avons modifié les indications contenues dans le projet d'instruction complémentaire pour préciser que le

terme « courtages » s'entend des commissions ou frais payés pour l'exécution d'une opération lorsque le prix payé pour le titre est indiqué clairement et séparément (par exemple, lorsque le titre est coté ou qu'il existe un mécanisme indépendant de fixation du prix qui permet au conseiller de déterminer avec précision et objectivité le montant des commissions ou des frais facturés).

Le projet d'instruction complémentaire précise également que les conseillers en valeurs qui obtiennent des biens et services autres que l'exécution des ordres dans le cadre d'opérations comme des opérations pour compte propre où il y a majoration (par exemple dans le cas de titres à revenu fixe négociés sur le marché hors cote) ont toujours l'obligation fiduciaire générale d'agir avec honnêteté, bonne foi et loyauté envers leurs clients, mais ils ne peuvent pas invoquer le projet de règle pour prouver qu'ils s'y sont conformés. Certes, ils peuvent appliquer nombre de principes énoncés dans le projet de règle et le projet d'instruction complémentaire dans ces situations pour déterminer s'ils ont respecté leur obligation, mais cet exercice peut se révéler difficile en l'absence d'information permettant d'évaluer et d'étayer la valeur obtenue contre la valeur payée (par exemple lorsque le titre n'est pas coté ou qu'il n'existe pas de mécanisme indépendant de fixation du prix permettant de distinguer le prix du titre et le montant payé pour l'exécution et d'autres services).

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?

La majorité des intervenants estiment que, pour déterminer si les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des biens et services obtenus dans le cadre d'opérations comportant l'exécution et de la recherche, la principale difficulté était le manque d'information de la part des courtiers sur les éléments de coût des services groupés. Certains font remarquer qu'à moins que les courtiers ne soient tenus de dégroupier les frais d'exécution et les frais de recherche, toute tentative des conseillers en valeurs de déterminer les frais d'exécution et de recherche et de savoir s'ils sont raisonnables, compte tenu de la valeur des biens et services obtenus, ne donnera qu'une estimation.

Un intervenant juge toutefois que la règle de 2006 rendrait plus courantes les opérations ne comportant que l'exécution, que le secteur élaborerait alors des normes permettant de déterminer ce qui représente des courtages « pour exécution seulement » concurrentiels et que le prix payé pour les biens et services par rapport à leur valeur serait beaucoup plus clair. Un autre intervenant est d'avis que les opérations ne comportant que l'exécution pourraient devenir plus courantes avec le resserrement de la surveillance des frais de recherche et la limitation des sommes dépensées à cet égard.

Voici certains autres motifs avancés à l'appui de l'argument selon lequel il est difficile de déterminer si la valeur obtenue en contrepartie des courtages est raisonnable :

- s'il est possible en théorie de déterminer les frais de la simple exécution d'une opération donnée, la valeur de la recherche dépend de la nature des services fournis et des circonstances dans lesquelles ils le sont;
- il serait difficile d'évaluer le caractère raisonnable dans le cas d'un conseiller en valeurs qui est de petite taille ou en phase de démarrage, ou qui ne confie généralement l'exécution des opérations qu'à un seul courtier;
- il existe toute une gamme de niveaux de service allant du simple accès direct aux marchés à des services plus larges offrant la négociation algorithmique, à des services d'exécution très étendus qui comportent des recherches sur la liquidité, la surveillance d'un ordre et l'information sur son état, la rétroaction, les conseils concernant l'exécution et la fourniture de capitaux, tous ces services nécessitant différents taux de courtage;
- la recherche obtenue par les conseillers en valeurs est presque toujours utilisée pour plusieurs clients, de sorte qu'il serait pratiquement impossible d'en attribuer précisément les avantages à un client en particulier;
- les courtiers envoient souvent aux conseillers en valeurs des recherches non sollicitées que ces derniers n'utilisent pas; l'obtention de ces recherches ne veut pas dire que les conseillers en valeurs les paient au moyen des courtages;
- les conseillers en valeurs déterminent si les courtages payés aux courtiers sont raisonnables sur une certaine période et dans le contexte global de la relation d'affaires, pas en fonction d'opérations individuelles.

Certains intervenants ajoutent aux commentaires relatifs aux difficultés à déterminer si les courtages payés sont raisonnables, compte tenu des biens et services obtenus, la proposition d'adopter une démarche compatible avec celle que la SEC décrit dans son avis de juillet 2006 : les conseillers en valeurs devraient être tenus de déterminer de bonne foi que les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur de la recherche ou des services de courtage obtenus, que ce soit en fonction d'une opération donnée ou des responsabilités générales du gestionnaire envers les comptes gérés sous mandat discrétionnaire.

Selon trois intervenants, le recours à un solide système indépendant de gestion des courtages aiderait à monétiser la valeur des services groupés de recherche ou d'exécution payés au moyen des courtages. Ils font remarquer que de nouveaux logiciels d'évaluation des accords de paiement indirect au moyen des courtages aideraient les investisseurs institutionnels à quantifier les services qu'ils obtiennent des courtiers sans alourdir leur fardeau administratif.

<i>Réponse</i>

Nous partageons les préoccupations relatives aux difficultés à déterminer si les courtages sont raisonnables, compte tenu de services d'exécution des ordres et de recherche obtenus, notamment en ce qui concerne les services groupés. Nous jugeons toujours important que les conseillers en valeurs déterminent si la valeur des biens et services obtenus est raisonnable, compte tenu des courtages payés par les clients, pour faire en sorte que ceux-ci obtiennent une valeur adéquate en contrepartie.

Nous avons modifié le projet de règle pour exiger que la détermination soit de bonne foi, et le projet d'instruction complémentaire, pour préciser que cette détermination peut se faire à l'égard d'une opération donnée ou des responsabilités générales du conseiller en valeurs envers les comptes des clients.

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 ».

Certains intervenants estiment que les systèmes de gestion d'ordres et les systèmes d'exécution ou de gestion de l'exécution d'ordres sont désormais intégrés à un tel point qu'il est difficile de distinguer la gestion des ordres du processus d'exécution.

Plusieurs intervenants fournissent des exemples de l'utilisation qui se fait actuellement des systèmes de gestion d'ordres et des systèmes d'exécution ou de gestion de l'exécution d'ordres. En règle générale, ils indiquent que ces systèmes permettent de suivre le traitement des ordres du début à la fin. Voici des exemples particuliers :

- modélisation des opérations ou des stratégies d'exécution et des portefeuilles;
- saisie et acheminement des ordres, messagerie;
- collecte des ordres en provenance de différentes sources;
- regroupement des petits ordres;
- répartition des ordres et des opérations;
- communication directe des conseillers en valeurs avec le pupitre de négociation;
- fonctions de négociation algorithmique et accès direct aux marchés;
- outils d'analyse appuyant la prise de décisions d'investissement et offrant notamment des analyses avant et après les opérations;
- facilitation du processus d'exécution;
- analyse des stratégies de portefeuille;
- évaluation de la qualité de l'exécution;
- appariement des opérations;
- acheminement des instructions de règlement;
- production de rapports;

- information du fichier principal;
- conformité;
- aspects administratifs de gestion des portefeuilles;
- tenue de dossiers.

La majorité des intervenants convient que certaines parties des systèmes de gestion d'ordres servent lors de l'exécution et que l'on devrait considérer comme des services d'exécution d'ordres, notamment :

- la modélisation des opérations et des stratégies d'exécution;
- l'acheminement des ordres et la messagerie;
- l'accès direct aux marchés et les fonctions de négociation algorithmique;
- les fonctions de règlement comme l'appariement des opérations et l'acheminement des instructions de règlement aux gardiens et aux chambres de compensation.

D'autres ajoutent que l'on pourrait considérer certaines parties des systèmes de gestion d'ordres comme de la recherche, dans la mesure où elles appuient la prise de décisions d'investissement. Ils donnent notamment les exemples suivants :

- les outils d'intégration des données du marché;
- les outils analytiques;
- les outils de modélisation des portefeuilles et des stratégies.

Un intervenant estime que des fonctions comme la gestion de la répartition des opérations, la surveillance des risques associés aux portefeuilles ou certaines fonctions de conformité devraient être admissibles au remboursement des courtages, mais être jugées selon leurs caractéristiques propres pour déterminer si elles contribuent à l'exécution ou à la recherche.

Nombre d'intervenants estiment également que certaines fonctions des systèmes de gestion d'ordres utilisées à des fins administratives ne devraient pas être admissibles, comme les fonctions de conformité, de comptabilité et de tenue des dossiers.

Quelques intervenants sont d'avis que les systèmes de gestion d'ordres ne devraient pas être considérés comme des services d'exécution d'ordres pour les motifs suivants :

- étant donné que la principale fonction de négociation d'un système de gestion d'ordres consiste à acheminer les ordres vers des marchés, des systèmes et des courtiers qui les exécutent, la fonctionnalité qui améliore la qualité de l'exécution d'ordres est généralement extérieure au système et ce sont les gestionnaires de placements qui en bénéficient principalement, non les investisseurs;

- les outils professionnels comme les ordinateurs, les logiciels, les rapports, les liens de communication de base et les autres ressources nécessaires à l'exploitation concurrentielle et conforme d'un organisme de placement collectif à l'heure actuelle ne

devraient pas être considérés comme des services d'exécution et les frais devraient être payés au moyen des frais de gestion;

- les services de gestion d'ordres donnent un avantage stratégique aux maisons qui les utilisent et ne devraient donc pas être payés au moyen des courtages.

Réponse

Nous convenons avec les intervenants que certaines parties des systèmes de gestion d'ordres et de gestion de l'exécution pourraient être considérées comme des services d'exécution ou de recherche. Elles peuvent être admissibles si elles offrent des outils d'analyse et de modélisation utilisés pour la recherche ou pour organiser ou réaliser des opérations, à condition que le conseiller en valeurs remplisse les obligations prévues à la partie 3 du projet de règle.

Nous estimons également qu'il serait difficile d'affirmer que les parties de ces systèmes qui sont utilisées à des fins administratives comme la conformité, la comptabilité et la tenue de dossiers profitent suffisamment au client, en fournissant l'assistance appropriée à la prise de décisions d'investissements ou à l'exécution d'opérations, pour justifier leur paiement au moyen des courtages. Par conséquent, nous estimons qu'il faut généralement considérer que ces systèmes sont à usage mixte.

Question 4 : Doit-on considérer les analyses après les opérations comme des services d'exécution d'ordres? Dans l'affirmative, motivez votre réponse.

La majorité des intervenants estime que l'on doit considérer les analyses après les opérations comme des services d'exécution d'ordres pour les motifs suivants :

- l'évaluation des opérations antérieures est essentielle à la meilleure exécution;
- ces analyses aident les conseillers en valeurs à prendre des décisions concernant la répartition des opérations entre les courtiers qui offrent des services d'exécution et la méthode d'exécution la plus indiquée (par exemple, gestion de l'ordre par le négociateur; blocs négociés pour le compte de clients ou comme contrepartiste; algorithmes; accès direct aux marchés, etc.);
- elles peuvent influencer sur la décision des conseillers en valeurs en ce qui concerne les modalités, le moment et le lieu d'exécution des opérations;
- les analyses après les opérations sont un élément fondamental de l'examen et de l'amélioration du processus d'exécution des ordres par les conseillers en valeurs, l'analyse d'opérations antérieures permettant de déceler les problèmes posés par une

stratégie de négociation, une méthode d'exécution, un marché ou les capacités d'un courtier, entre autres, ou de les valider;

- elles font partie d'un processus continu et constituent un élément essentiel de l'analyse des coûts indirects ou du « glissement » des coûts dans le processus de négociation.

Plusieurs intervenants estiment que l'on devrait considérer les analyses après les opérations comme de la recherche pour les motifs suivants :

- les conseillers en valeurs les obtiennent et les prennent en considération avant de prendre d'autres décisions d'opérations, même s'ils les obtiennent après la conclusion de certaines opérations;

- elles indiquent comment un courtier a exécuté une opération donnée ou une série d'opérations pour le compte d'un gestionnaire de placements et contiennent des conseils sur la liquidité et le moment opportun pour réaliser une opération, la négociation des modalités de l'opération et d'autres aspects du traitement des ordres;

- elles aident les conseillers en valeurs à évaluer l'efficacité des opérations;

- elles contribuent à la meilleure exécution;

- elles alimentent les décisions des conseillers en valeurs en matière d'opérations et favorisent la concurrence entre les systèmes d'exécution.

Un intervenant fait remarquer qu'il faudrait plutôt considérer les analyses après les opérations comme de la recherche que des services d'exécution d'ordres et que, même si elles sont obtenues après la réalisation de certaines opérations, il faudrait les considérer comme de la recherche si elles aident à prendre une décision sur un placement ou une opération subséquents.

Plusieurs intervenants avancent qu'il faudrait considérer les analyses après les opérations comme des produits à usage mixte parce que certains de leurs éléments n'aident pas à prendre des décisions subséquentes et ne sont pas obtenus dans les normes temporelles prévues pour la recherche ou les services d'exécution d'ordres. Certains de ces intervenants indiquent par exemple qu'il ne faudrait pas autoriser le paiement des analyses après les opérations au moyen des courtages lorsqu'elles sont utilisées pour évaluer la performance des portefeuilles à des fins de commercialisation, de tenue des dossiers, d'administration et de conformité.

Réponse

Nombre de motifs avancés par les intervenants à l'appui de l'admissibilité des analyses après les opérations comme services d'exécution d'ordres sont identiques à ceux qu'ils ont fait valoir à l'appui de leur désignation comme services de recherche. Il

semblerait que cela soit dû aux interprétations divergentes de la norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres. Nous avons apporté des modifications à la définition de « services de recherche » prévue par le projet de règle et aux indications contenues dans le projet d'instruction complémentaire de façon à préciser que la norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres commence après que le conseiller en valeurs a pris sa décision d'investissement (c'est-à-dire la décision de souscrire, d'acheter ou de vendre un titre). Ces modifications permettraient de considérer les analyses après les opérations comme des services d'exécution d'ordres si elles servent à prendre une décision subséquente en ce qui concerne la façon, le moment ou le lieu adéquats pour transmettre un ordre ou effectuer une opération. Les modifications touchant la norme temporelle sont abordées en détail ci-dessous, dans la deuxième partie.

Comme l'indiquent les indications contenues dans le projet d'instruction complémentaire, nous estimons également que, lorsque les analyses après les opérations sont utilisées à des fins administratives ou de conformité, le conseiller en valeurs peut difficilement prétendre qu'elles lui offrent l'assistance appropriée et ainsi justifier le paiement au moyen des courtages. Par conséquent, nous estimons qu'il faut généralement considérer que les analyses après les opérations sont à usage mixte.

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?

La très grande majorité des intervenants estime qu'il faudrait harmoniser le régime canadien avec les régimes états-unien et britannique pour les motifs suivants :

- l'adoption d'obligations réglementaires contradictoires nuirait gravement à la position concurrentielle du Canada et encouragerait l'arbitrage réglementaire;
- les conseillers en valeurs étrangers pourront payer certains services au moyen des courtages, mais leurs homologues canadiens devront absorber ces frais comme coûts fixes ou augmenter leurs frais, ce qui pourrait leur faire perdre des occasions d'affaires; or tout déclin à long terme de la profitabilité encouragera les conseillers en valeurs canadiens à s'implanter dans des pays dont la réglementation ne nuit pas à leur compétitivité;
- si les conseillers en valeurs canadiens ne peuvent pas utiliser de sources de données brutes, contrairement à leurs homologues états-uniens, les gestionnaires de portefeuille quantitatifs canadiens seront désavantagés par rapport à leurs homologues états-uniens, parce que leurs données leur coûteront plus cher; ils devront facturer à leurs clients internationaux et états-uniens des frais de gestion plus élevés que leur homologues états-uniens et perdront ainsi leurs clients étrangers;

- si un régime non harmonisé est mis en œuvre, les conseillers qui ont des bureaux dans plusieurs pays devront choisir entre appliquer les normes les plus strictes à tous leurs bureaux ou supporter les inconvénients et les coûts dus à l'existence de procédures différentes dans différents pays pour traiter les courtages payés par différents clients;

- le traitement différentiel entraînera une augmentation des coûts pour les conseillers en valeurs implantés au Canada qui utilisent des sous-conseillers en valeurs aux États-Unis ou au Royaume-Uni, car les sous-conseillers seront forcés de défrayer le coût du développement des systèmes nécessaires au traitement de l'information exigée par les autorités en valeurs mobilières du Canada;

- à mesure que les OPC canadiens développent leurs portefeuilles de titres étrangers, maintenant que les restrictions en matière de contenu étranger des REER ont été supprimées, les sociétés de gestion font de plus en plus appel à des sous-conseillers en valeurs étrangers; il serait difficile voire pratiquement impossible pour les maisons de courtage étrangères de se conformer à des règles canadiennes contradictoires, et les conseillers en valeurs étrangers pourraient trouver que négocier avec des conseillers en valeurs canadiens présente plus d'inconvénients que d'avantages, ce qui aurait pour effet de diminuer l'accès de ces derniers à l'expertise internationale nécessaire, au moment où ils en ont le plus besoin.

Plusieurs intervenants reconnaissent qu'il y a des différences entre les régimes états-unien et britannique et soutiennent qu'il est plus important d'harmoniser les règles canadiennes concernant le paiement au moyen des courtages avec les règles états-uniennes pour les motifs suivants :

- les participants au marché canadiens connaissent mieux les normes états-uniennes;

- la solution de la SEC, qui consiste à examiner comment un bien ou service donné est utilisé par le conseiller en valeurs, est préférable, pour déterminer l'admissibilité au paiement au moyen des courtages, aux catégories détaillées et complexes qui sont prévues par les règles britanniques;

- les conseillers en valeurs états-uniens sont les véritables concurrents des conseillers en valeurs canadiens pour ce qui est de la gestion des investissements institutionnels;

- les conseillers en valeurs établis aux États-Unis qui travaillent pour le compte de fonds et de clients institutionnels canadiens jouiraient d'un avantage considérable, sous le régime du projet de règle, car ils seraient en mesure de payer d'autres services (par exemple des sources de données brutes) au moyen des courtages (les conseillers en valeurs canadiens devraient payer ces services à même leur budget de

fonctionnement, en conséquence de quoi les frais de gestion des conseillers en valeurs états-uniens seraient moins élevés et les conseillers en valeurs canadiens souffriraient d'une fuite des capitaux);

- les participants au marché canadiens qui réalisent des opérations transfrontières tenteront probablement de s'assurer que leur pratiques sont conformes aux exigences de la SEC.

Réponse

Selon nous, les intervenants qui nous proposent d'harmoniser nos règles avec les obligations et les directives des États-Unis et du Royaume-Uni ne tiennent pas compte des différences entre les règles et les directives de ces deux pays, ce qui empêche toute harmonisation avec elles. Nous avons souligné ces différences dans l'avis de consultation sur la règle de 2006.

Nous convenons que l'harmonisation avec d'autres pays est souhaitable, si elle se justifie, et n'ignorons pas l'importance de l'harmonisation avec les obligations et les directives états-uniennes. Nous avons étudié tous les commentaires et modifié le projet de règle pour l'harmoniser avec les règles états-uniennes, dans la mesure où cela se justifie.

Question 6 : Doit-on considérer les données du marché brutes comme de la recherche au sens du projet de règle? Dans l'affirmative, quelles caractéristiques et quels usages de ces données le justifient?

La majorité des intervenants estime qu'il faudrait considérer les données du marché brutes comme de la recherche pour les motifs suivants :

- les données du marché brutes servent à évaluer la recherche fournie par d'autres parties;
- les données du marché brutes sont utiles aux conseillers en valeurs qui font leurs propres recherches, qu'il s'agisse de recherches générales ou de recherches utilisées dans des modèles quantitatifs et le contrôle ex post de ces modèles;
- les gestionnaires de placements quantitatifs et les conseillers en valeurs qui font leurs propres recherches subiraient un désavantage concurrentiel s'ils ne pouvaient acheter de données du marché brutes pour alimenter leurs recherches, par comparaison aux conseillers en valeurs qui achètent au moyen des courtages des recherches de tiers fondées sur les mêmes données du marché;
- permettre que les données du marché brutes soient considérées comme de la recherche serait conforme à la position de la SEC et garantirait que les gestionnaires de placements états-uniens et canadiens sont assujettis aux mêmes règles sur ce point.

En outre, certains intervenants déclarent que le projet de définition et les indications concernant la recherche ne conviennent pas, car il est inutile que la recherche traduise une pensée originale et que les données soient analysées ou manipulées pour exprimer une opinion, car les conseillers en valeurs peuvent utiliser les données pour se faire une opinion et ainsi donner de la valeur au processus de décision d'investissement.

Selon quelques intervenants, bien que les données du marché brutes ne donnent pas en soi de valeur à la décision concernant un placement ou une opération, il faudrait les considérer comme de la recherche si elles sont utilisées en vue d'une analyse ou avec des outils de recherche. L'un d'eux affirme qu'il est incohérent d'autoriser les logiciels d'analyse quantitative comme recherche, mais pas les données du marché brutes qui servent à les alimenter. Il ajoute qu'il ne faudrait pas distinguer le raisonnement des données sur lesquelles il s'appuie.

Certains intervenants soutiennent également que les données brutes ont une grande valeur, sinon Bloomberg, Reuters et leurs concurrents ne dépenseraient pas tant d'argent pour les recueillir et les vendre à des tiers si les conseillers en valeurs pouvaient le faire à meilleur compte. Deux autres intervenants ajoutent que les efforts accomplis pour trier les données, les classer et les présenter dans un format utilisable traduisent la pensée, les connaissances et le raisonnement nécessaires pour conférer aux données brutes le statut de recherche. Un intervenant avance que si l'on ne peut autoriser les simples cotations et l'information sur le volume parce qu'il est facile de se les procurer à bas prix, certaines données du marché qui sont plus difficiles à obtenir ou qui coûtent plus cher, comme les données historiques sur la profondeur du marché utilisées pour élaborer les algorithmes de négociation, devraient être considérées comme de la recherche.

Certains intervenants craignent que si l'on n'autorise pas le paiement des données du marché brutes à titre de recherche, les conseillers en valeurs chercheront à acheter des données brutes légèrement manipulées pour pouvoir continuer de payer les données brutes sous-jacentes au moyen des courtages. Certains d'entre eux font remarquer que l'intervention d'un intermédiaire dans ces circonstances entraînerait aussi probablement une hausse du coût des données brutes.

Cependant, certains intervenants ne jugent pas que les données du marché brutes devraient être considérées comme de la recherche si elles ne sont ni analysées ni manipulées. Quelques intervenants indiquent également que les données du marché brutes n'apportent généralement aucune valeur ajoutée mais que, si elles sont utilisées avec des applications de modélisation qui fournissent des analyses servant à prendre des décisions d'investissement, il faudrait les autoriser car elles procurent un avantage certain.

La plupart des intervenants conviennent également que les données du marché brutes devraient être visées par la définition de « services d'exécution d'ordres » si elles contribuent à l'exécution des ordres.

Réponse

Nous convenons que dans certaines situations les conseillers en valeurs utilisent les données du marché brutes pour faire des recherches et que, dans ces cas, de la valeur est ajoutée au processus de prise de décision d'investissement. Nous convenons également que le refus de considérer les données du marché brutes comme des services de recherche pourrait compromettre la compétitivité de ces conseillers en valeurs par rapport aux conseillers en valeurs qui achètent au moyen des courtages des recherches de tiers fondées sur les mêmes données du marché. Nous avons donc modifié les exemples de services de recherche autorisés dans le projet d'instruction complémentaire en y ajoutant les données du marché provenant de sources ou de bases de données qui ont été ou seront analysées ou manipulées par le conseiller en valeurs pour aboutir à des conclusions significatives – ce qui inclurait les données du marché brutes.

En apportant cette modification au projet d'instruction complémentaire, nous reconnaissons également que la définition de « services de recherche » et les indications concernant les caractéristiques de ces services ne permettent pas d'inclure les données du marché brutes et d'autres éléments potentiellement utiles à la recherche. Nous reconnaissons qu'il n'est pas nécessaire que les biens et services traduisent une pensée originale ou qu'ils aient besoin d'être analysés ou manipulés avant d'être obtenus pour être utilisés à l'avantage des clients en aidant à prendre des décisions d'investissement. Nous avons donc modifié la définition de « services de recherche » figurant dans le projet de règle, ainsi que les indications sur les services de recherche données à l'article 3.3 du projet d'instruction complémentaire.

Nous maintenons notre position antérieure selon laquelle les données du marché brutes peuvent aussi être admissibles comme services d'exécution d'ordres.

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?

Quatre intervenants indiquent qu'ils utilisent les courtages pour payer des services de vote par procuration ou qu'ils ont connaissance de cette pratique. Cinq autres indiquent qu'ils n'utilisent pas les courtages pour payer des services de vote par procuration et qu'ils n'ont pas connaissance de cette pratique.

La plupart des intervenants qui ont répondu à cette question estiment qu'il faudrait considérer les services de vote par procuration comme de la recherche s'ils servent à prendre des décisions d'investissement. À l'appui de cette position, ils donnent notamment les exemples suivants de caractéristiques et d'utilisation de ces services :

- les services de vote par procuration aident les conseillers en valeurs à évaluer l'incidence sur la valeur pour les actionnaires des fusions et acquisitions, des courses aux procurations, des prises de contrôle et des autres propositions soumises à un vote par procuration;
- ils fournissent une analyse des questions soumise au vote, de même qu'une recommandation sur la façon d'exercer les droits de vote;
- ils fournissent de la recherche sur les normes de gouvernance des émetteurs ou de la recherche qui aide à surveiller les tendances en matière de gouvernance;
- ils évaluent la qualité de l'équipe de direction de l'émetteur ou fournissent des analyses, des rapports ou de l'information sur ce dernier.

Certains de ces intervenants ajoutent que, bien qu'il faille les considérer comme de la recherche, les services de vote par procuration offrent certaines fonctions que l'on ne peut pas considérer comme de la recherche, comme les fonctions administratives de réception des bulletins de vote, de vote et de renvoi des bulletins. Ces intervenants estiment donc que les services de vote par procuration sont à usage mixte.

Trois intervenants ne jugent pas qu'il faille considérer les services de vote par procuration comme de la recherche pour les motifs suivants :

- les services de vote par procuration ont des aspects administratifs, étrangers à la recherche, qui ne devraient pas être payés au moyen des courtages;
- les services de vote par procuration n'ont aucune valeur ajoutée;
- l'inclusion des services de vote par procuration dans la catégorie de la recherche pourrait encourager la réalisation d'opérations abusives et coûteuses.

Un intervenant est d'avis qu'il faudrait donner d'autres directives sur la question de savoir si les éléments des services de vote par procuration qui sont utilisés pour décider comment exercer les droit de vote sont analogues à la recherche usuelle et peuvent être payés au moyen des courtages. Deux intervenants ne jugent pas que d'autres directives soient nécessaires.

Réponse

Nous convenons que les services de vote par procuration comprennent des produits et services qui pourraient être considérés comme des services de recherche, par exemple s'ils fournissent de l'information sur des changements de situation comme des fusions et acquisitions ou offrent une analyse de la gouvernance. Nous convenons également que les services de vote par procuration comportent des fonctions qui ne seraient pas considérées

comme des services de recherche, comme les fonctions administratives consistant à recevoir les bulletins de vote, à voter et à renvoyer les bulletins.

Les conseillers en valeurs qui ont déterminé que certains services de vote par procuration correspondent à la définition de services de recherche devraient aussi s'assurer que les services sont utilisés à l'avantage des clients en fournissant l'assistance appropriée à la prise de décisions d'investissement pour leur compte. Par exemple, il peut être difficile de prétendre que l'utilisation des services de recherche fournis par des fournisseurs de services de vote par procuration à l'appui de la fonction administrative consistant à voter par procuration (et notamment pour décider comment exercer les droits de vote) pour le compte des clients offre une assistance appropriée à la prise de décisions d'investissement.

Nous estimons par conséquent que l'on pourrait considérer les services de vote par procuration comme des biens et services à usage mixte, selon leur contenu et leur utilisation. Nous ne jugeons pas que des indications supplémentaires soient nécessaires à ce stade.

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)?

Huit intervenants, soit environ la moitié, déclarent utiliser les courtages pour payer partiellement les biens et services à usage mixte ou indiquent qu'ils ont connaissance de cette pratique. Voici certains des types de biens et services les plus courants :

- fournisseurs de données comme Bloomberg et Reuters;
- services de vote par procuration;
- services de gestion d'ordres;
- analyse des opérations.

Deux intervenants indiquent qu'ils n'utilisent pas les courtages pour payer partiellement les biens et services à usage mixte. L'un d'eux déclare traiter les coûts des biens et services à usage mixte comme des frais d'exploitation et qu'il les paie « directement ». Les intervenants expliquent que les répartitions nécessiteraient une lourde documentation et pourraient entraîner des divergences d'opinion sur leur légitimité.

Deux intervenants indiquent qu'ils n'utilisent ou n'utiliseraient les courtages pour payer partiellement les biens et services à usage mixte que s'ils pouvaient faire une

répartition objective des coûts, par exemple dans le cas d'un service comportant des éléments distincts et tarifés. L'un d'eux déclare que les critères prévus pour déterminer si un bien ou service à usage mixte peut ou non être payé partiellement au moyen des courtages devraient être suffisamment simples et souples pour que les conseillers en valeurs puissent décider raisonnablement si le bien ou le service sert à prendre des décisions d'investissement.

Les raisons pour lesquelles les conseillers en valeurs peuvent 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 sont notamment les suivantes :

- lorsque les biens et services sont obtenus dans le cadre de services groupés fournis par les courtiers sans indication de coûts ou sans mécanisme fiable permettant d'en séparer les éléments, il serait difficile et coûteux d'estimer la valeur obtenue;
- sans règles normatives indiquant ce qui est admissible ou non, il serait difficile de répartir les courtages, car c'est un exercice subjectif;
- il y a un risque de divergence entre les courtiers en ce qui concerne les biens et services admissibles.

Certains intervenants proposent des solutions pour contourner les 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. Les conseillers en valeurs pourraient par exemple :

- déterminer les répartitions de bonne foi et tenir des dossiers adéquats à leur sujet;
- répartir les courtages de la façon la plus judicieuse possible et en indiquer les raisons dans l'information fournie aux clients;
- demander aux fournisseurs de services à usage mixte de les aider à en séparer les éléments entre ceux qui sont admissibles et ceux qui ne le sont pas, et obtenir le prix de chaque élément.

Un intervenant estime toutefois que le processus de répartition est de plus en plus facile car les fournisseurs donnent davantage d'indications sur les éléments « recherche », « courtage » et « administration » de leurs produits et services.

Réponse

Nous estimons toujours qu'il est approprié de parler d'usage mixte. Nous reconnaissons que la répartition des courtages peut être difficile, surtout pour ce qui est des biens ou services obtenus en contrepartie de courtages groupés. Toutefois, le conseiller en valeurs ne devrait pas utiliser les courtages pour payer les biens et services qu'il obtient

et qui ne correspondent pas à la définition de « services d'exécution d'ordres » ou de « services de recherche » ou qu'il n'utilise pas pour prendre des décisions d'investissement ou pour organiser et exécuter des opérations sur titres.

Nous estimons par conséquent que le conseiller en valeurs qui paie des services à usage mixte au moyen des courtages devrait répartir ces derniers de façon raisonnable, en fonction de l'utilisation des biens et services. Nous avons ajouté des indications au projet d'instruction complémentaire : pour répartir les courtages de façon raisonnable, le conseiller en valeurs devrait faire une estimation de bonne foi étayée par une analyse factuelle de l'utilisation du bien ou service, ce qui peut nécessiter d'inférer les coûts relatifs des avantages relatifs. Les facteurs à prendre en considération peuvent être l'utilité relative du bien ou service et la durée de son utilisation à des fins autorisées ou non.

Par ailleurs, nous estimons toujours que les conseillers en valeurs devraient tenir des dossiers adéquats sur les répartitions des biens et services à usage mixte pour être en mesure de démontrer qu'ils ont déterminé de bonne foi que la valeur obtenue est raisonnable compte tenu des courtages payés et que leurs clients n'ont pas payé de biens et services dont ils ne tirent pas avantage.

Nous appuyons les efforts accomplis par les fournisseurs pour préciser les coûts associés aux éléments admissibles et à ceux qui ne le sont pas, mais, selon les indications ajoutées au projet d'instruction, les conseillers en valeurs devraient également tenir compte de l'utilisation qu'ils font des éléments admissibles pour évaluer leur utilisation des répartitions indiquées par les fournisseurs. Par exemple, il leur serait difficile de justifier qu'ils n'utilisent que les répartitions indiquées par les fournisseurs pour calculer le montant qui pourrait être payé au moyen des courtages s'ils utilisaient la partie classée par les fournisseurs dans la catégorie des services d'exécution d'ordres ou des services de recherche à d'autres fins que la prise de décisions d'investissement ou la conclusion et la réalisation d'opérations sur titres (par exemple à des fins administratives ou de conformité).

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?

Les avis des intervenants sont partagés sur le traitement de l'information publiée ou des publications à grande diffusion. Onze intervenants estiment que les ACVM devraient adopter la solution de la SEC et considérer la cible de l'information ou des publications. Autrement dit, il ne faudrait pas considérer comme de la recherche l'information et les publications comme les journaux, les revues ou les nouvelles diffusées sur Internet qui sont destinés au grand public, mais autoriser certaines sources d'information et publications qui s'adressent à un public plus restreint, comme les revues spécialisées, les revues techniques ou les publications propres à un secteur donné, et qui peuvent ajouter de la valeur aux

décisions d'investissement et d'opérations des conseillers en valeurs. Les motifs invoqués sont les suivants :

- les publications à grande diffusion n'ont aucun élément de valeur ajoutée qui corresponde à la définition de recherche, mais certaines publications destinées à une profession ou à un secteur en particulier peuvent servir à prendre des décisions d'investissement;
- les publications à grande diffusion comme les journaux, les revues, les périodiques et les nouvelles diffusées sur Internet ne devraient pas être considérées comme de la recherche car elles constituent des dépenses courantes qui devraient être réglées directement;
- certains bulletins et journaux spécialisés sont accessibles au grand public mais ne s'adressent qu'à un public précis et peuvent fournir d'importantes informations pour faire de la recherche indépendante;
- les revues spécialisées, les revues techniques ou les publications propres à un secteur donné sont particulièrement importantes pour les gestionnaires et les négociateurs qui font de la recherche.

L'un de ces intervenants affirme toutefois qu'il faudrait autoriser les publications étrangères à grande diffusion, car elles ne sont pas directement accessibles aux conseillers en valeurs canadiens, ce qui permettrait à ces derniers de ne pas avoir à compter sur les courtiers étrangers pour leur fournir cette information.

Sept intervenants indiquent qu'il ne faudrait pas considérer l'information publiée ou les publications à grande diffusion comme de la recherche pour les motifs suivants :

- l'information publiée ou les publications à grande diffusion ne contiennent pas d'analyses suffisamment poussées pour ajouter de la valeur aux décisions d'investissement ou d'opérations;
- certaines publications spécialisées peuvent être considérées comme de la recherche, mais les ACVM devraient se demander si certaines de ces publications, qu'il faudrait considérer comme des éléments des programmes de formation continue ou de développement professionnel des conseillers en valeurs, ne sont pas incluses dans cette catégorie.

Six intervenants sont d'avis qu'il faudrait considérer comme de la recherche l'information publiée ou les publications, qu'elles soient à grande diffusion ou non, pour les motifs suivants :

- l'information publiée ou les publications à grande diffusion peuvent fournir des renseignements utiles aux personnes suffisamment bien informées pour en tirer des conclusions – par exemple, les publications européennes à grand tirage (notamment dans une autre langue) sont généralement inconnues, surtout des analystes nord-américains anglophones;
- le fait que certaines informations sont largement diffusées ou à prix modique est une indication de l'efficacité du marché, et non de leur valeur pour les conseillers en valeurs; par conséquent, les clients ont avantage à ce que les conseillers en valeurs tirent de ces publications de l'information sur le marché et les émetteurs au lieu de l'acheter à prix fort aux courtiers au moyen des courtages;
- les publications comme *Barron's* et le *Wall Street Journal* contiennent souvent des analyses et des recherches exhaustives qui sont pertinentes à la prise de décisions d'investissement; elles contiennent aussi des informations susceptibles d'influer sur l'orientation des marchés;
- si l'admissibilité repose uniquement sur le critère de la diffusion de l'information, elle pourrait soulever des questions d'information « privilégiée ».

Deux intervenants estiment qu'il faudrait préciser l'expression « information publiée » étant donné que toutes les publications considérées comme de la recherche en sont.

Réponse

Nous sommes d'accord avec les intervenants qui affirment que les publications destinées à un public précis, comme les revues spécialisées, les revues techniques ou les publications propres à un secteur donné peuvent apporter une aide non négligeable à la prise de décisions d'investissement et que l'on pourrait donc les payer au moyen des courtages.

Nous estimons toujours que les publications à grande diffusion, qui s'adressent au grand public et sont généralement vendues à prix modique, relèvent plutôt des frais généraux des conseillers en valeurs, qui devraient donc les payer avec leurs propres fonds. Nous considérons de surcroît que bon nombre de publications de ce type contiennent souvent une vaste gamme de renseignements qui, pour la plupart, ne correspondent pas suffisamment à la définition de « services de recherche » (parce qu'ils ne concernent pas les valeurs mobilières, les stratégies de portefeuille, les émetteurs, les secteurs d'activité, etc.) ou ne fournissent pas l'assistance appropriée à la prise de décisions d'investissement. Nous trouvons donc que les conseillers en valeurs pourraient difficilement justifier le paiement de publications à grande diffusion au moyen des courtages.

Nous avons modifié les indications contenues dans le projet d'instruction complémentaire pour exposer ces vues. Nous avons également supprimé l'« information

publiée » de ces types de biens et services. Même si une publication destinée à un public précis qui a des intérêts spécialisés est offerte au grand public, sa disponibilité n'interdit pas de la payer au moyen des courtages.

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?

Deux intervenants ne jugent pas qu'il faille ajouter d'autres biens et services à ceux prévus par la règle de 2006 et l'instruction complémentaire de 2006.

D'autres intervenants donnent des exemples d'autres biens et services à l'égard desquels il faudrait fournir des indications :

Séminaires

Plusieurs intervenants estiment qu'il devrait être possible de payer les séminaires au moyen des courtages pour les motifs suivants :

- les séminaires ne sont qu'une autre façon de communiquer de l'information qui pourrait par ailleurs constituer de la recherche;
- les séminaires donnent aux conseillers en valeurs l'occasion d'améliorer leurs processus de prise de décisions d'investissement et de produire de nouvelles méthodes d'analyse ou de nouvelles idées de placement;
- l'interdiction totale des séminaires nuirait aux petits conseillers en valeurs, surtout à ceux qui se spécialisent dans des domaines très particuliers ou à haut risque dont l'évolution rapide demande des innovations et une formation permanentes;
- il coûte souvent moins cher aux conseillers en valeurs de payer une conférence pour avoir accès à plusieurs analystes que de payer des courtages à chacune de leurs sociétés;
- certains chefs de file du secteur ne s'adressent aux conseillers en valeurs que de cette façon;
- la Norme canadienne 81-105 permet aux OPC d'offrir des séminaires et des conférences aux courtiers ou de les payer pour leur compte, sous réserve de certaines conditions concernant le paiement des frais de déplacement, de séjour ou d'autres frais personnels accessoires.

Un intervenant déclare que les conférences d'investisseurs parrainées par les courtiers devraient pouvoir être payées au moyen des courtage du moment que les dépenses sont raisonnables : par exemple, un déplacement à New York ou Atlanta pour assister à une conférence nord-américaine sur les médias est raisonnable, tandis qu'un déplacement à Aruba pour une conférence du secteur minier nord-américain ne l'est probablement pas. L'intervenant propose également comme solution de compromis de ne payer que les droits d'inscription au moyen des courtages.

Un autre intervenant propose que les séminaires qui ont un contenu à caractère social plutôt qu'une visée de recherche ne soient pas admissibles.

Réponse

Nous convenons avec les intervenants que les séminaires sont une méthode de transmission d'information qui pourrait par ailleurs constituer des services de recherche. Nous avons donc modifié le projet d'instruction complémentaire pour indiquer que les droits d'inscription aux séminaires et aux conférences qui, de l'avis du conseiller en valeurs, sont à l'avantage des clients et respectent les dispositions du projet de règle peuvent être payés au moyen des courtages. Les modifications du projet d'instruction complémentaire précisent également qu'il serait difficile pour les conseillers en valeurs de prétendre que les frais accessoires engagés pour assister à des séminaires ou des conférences, comme les frais de déplacement, de séjour ou de représentation, sont admissibles.

Lignes de téléphone ou de transmission de données

Quatre intervenants sont en faveur de l'ajout des lignes de communication spécialisées à la liste des services d'exécution d'ordres admissibles pour les motifs suivants :

- bien que la fourniture de ces lignes puisse n'être qu'accessoire à la décision du conseiller en valeurs concernant le système de transmission des ordres, on peut néanmoins considérer que les lignes respectent la norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres;
- les lignes aident les conseillers en valeurs à faire en sorte que les courtiers saisissent, traitent et exécutent les ordres rapidement et précisément; elles sont donc directement liées à l'exécution des ordres;
- il est injuste d'exclure le matériel de connectivité qui sert à faciliter les opérations électroniques et l'accès direct aux marchés parce que cela favorise les courtiers au détriment des conseillers en valeurs – les courtiers feront payer aux conseillers en valeurs l'accès direct aux marchés au moyen des courtages, mais si un conseiller installait une connexion directe avec une bourse pour accéder directement au marché en contournant

les courtiers (ce qui est très courant aux États-Unis), le coût du matériel nécessaire à une connectivité complète ne serait pas considéré comme service d'exécution d'ordres;

- ces services sont autorisés par la SEC.

Deux intervenants affirment que si l'on fondait la décision concernant le paiement des biens et services au moyen des courtages sur leur utilisation, il faudrait ajouter à la liste le matériel et les lignes de communication dont il est prouvé qu'ils ne servent qu'à l'exécution d'ordres ou à la recherche.

Un intervenant estime que les ACVM devraient interdire expressément toute ligne de communication ouverte ou spécialisée (pour la transmission de données, le téléphone ou la vidéo), les frais d'Internet, les liaisons par satellite et les autres choses qui tombent dans cette catégorie.

Réponse

Nous convenons que la période d'utilisation du matériel ou des lignes de connectivité se situerait dans la norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres et reconnaissons que ces services sont autorisés par la SEC, mais nous ne jugeons pas que ces raisons soient suffisantes pour les traiter différemment des autres frais généraux, comme le coût du matériel informatique qui peut être utilisé dans le même délai. Par conséquent, nous estimons qu'un conseiller en valeurs pourrait difficilement justifier le paiement de ces biens au moyen des courtages.

Nous n'avons pas ajouté des indications au projet d'instruction complémentaire sur ce point parce que, selon nous, les indications fournies à l'article 3.5 au sujet des biens et services non autorisés sont suffisantes.

Opinions

Un intervenant indique qu'il faudrait considérer comme des frais de recherche le coût des opinions d'experts utilisées à des fins de recherche.

Un autre intervenant affirme que les courtages peuvent inclure d'autres services payés par le courtier, comme les opinions juridiques demandées pour défendre la valeur d'un placement.

Un autre intervenant soutient que les opinions juridiques concernant la probabilité qu'une société ait gain de cause dans un litige concernant un brevet devraient pouvoir être considérées comme de la recherche.

Réponse

Nous convenons que, dans certaines circonstances, les conseillers en valeurs peuvent demander l'opinion d'experts (par exemple de comptables ou d'avocats) lorsqu'ils évaluent un placement en vue de prendre une décision. Nous estimons que ces services peuvent être payés au moyen des courtages s'ils correspondent à la définition de « services de recherche » et offrent une assistance à la prise de décisions d'investissement.

Nous avons modifié les indications figurant l'article 3.5 du projet d'instruction complémentaire pour préciser que les services juridiques et comptables considérés comme non autorisés se rapportent à la gestion ou à l'exploitation du conseiller en valeurs.

Analyses avant les opérations

Selon trois intervenants, il faudrait considérer les analyses avant et après les opérations comme des services d'exécution d'ordres. L'un d'eux affirme que les analyses avant les opérations sont directement liées à l'exécution d'ordres précis et qu'elles sont essentielles à l'évaluation de la qualité de l'exécution et à l'obtention de la meilleure exécution.

Réponse

Étant donné les modifications apportées au projet de règle et au projet d'instruction complémentaire en ce qui concerne la norme temporelle (abordée en détail dans la deuxième partie, ci-dessous), nous convenons que les analyses avant les opérations pourraient être considérées comme des services d'exécution d'ordres si elles servent à déterminer les modalités, le moment et le lieu appropriés pour donner un ordre ou réaliser une opération.

Nous ne croyons qu'il soit nécessaire de donner d'autres indications.

Bases de données et logiciels

Un intervenant fait remarquer que la définition de « recherche » ne comprend pas les bases de données et les logiciels, qui figurent actuellement dans la définition de « services liés à la prise de décision d'investissement » de la *Policy 1.9* de la CVMO et de l'Instruction générale Q-20 de l'Autorité dans la mesure où ils sont conçus en vue de produire les conseils et les analyses visés par cette définition. Il estime qu'il faudrait étendre le projet de définition à ces biens et services pour assurer la cohérence avec les indications du projet d'instruction complémentaire, qui permettent de considérer les logiciels d'analyse quantitative comme de la recherche.

Réponse

Nous sommes d'accord et avons modifié en conséquence la définition de « services de recherche » prévue par le projet de règle. La définition comprend désormais les bases

de données et les logiciels conçus principalement pour exécuter les services visés aux alinéas a et b de la définition. Nous avons également ajouté des indications à l'article 3.3 du projet d'instruction complémentaire.

Question 11 : Faut-il prescrire la forme de l'information? Dans l'affirmative, quelle serait la forme la plus appropriée?

Huit intervenants indiquent qu'il faut prescrire la forme de l'information. Quatre autres affirment qu'il faudrait fournir davantage d'indications ou proposer un format au lieu de prescrire la forme de l'information, et permettre aux conseillers en valeurs d'utiliser la forme qu'ils souhaitent. Les motifs invoqués à l'appui de ces arguments sont notamment les suivants :

- l'information des conseillers en valeurs est compatible et comparable;
- les clients comprennent l'information;
- les fournisseurs mettent l'accent sur l'élaboration de produits qui répondent aux besoins des courtiers et des conseillers en valeurs.

En règle générale, les intervenants ne font aucune proposition concernant la forme de l'information, bien que deux d'entre eux proposent que les conseillers en valeurs soient autorisés à intégrer l'information dans les rapports actuellement présentés aux clients de façon à réduire les coûts pour les personnes inscrites et ne pas créer de confusion chez les clients, par exemple en intégrant toute nouvelle information dans celle qui est déjà exigée en vertu de la Norme canadienne 81-106 pour les OPC. Un autre intervenant propose que l'information figure sur une seule page jointe aux relevés trimestriels présentés aux clients, afin qu'elle soit communiquée en temps opportun sous une forme que les investisseurs comprennent facilement.

Réponse

Vu les modifications apportées aux obligations d'information prévues par le projet de règle, nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire de prescrire la forme de l'information à ce stade. Si nous élargissons les obligations d'information quantitative à l'avenir, nous envisagerons de proposer un modèle de présentation.

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?

A. Commentaires généraux

La plupart des intervenants ne jugent pas que l'information proposée sera significative pour les clients, et certains estiment qu'elle pourrait être trompeuse ou susciter de la confusion chez ces derniers. Nombre de ces intervenants conviennent cependant que l'information est importante pour démontrer et garantir que les intérêts des conseillers en valeurs et des investisseurs sont alignés. La plupart des réserves exprimées concernent les obligations d'information quantitative proposées aux alinéas *b* à *d* du paragraphe 1 de l'article 4.1 de la règle de 2006. Les motifs invoqués à l'appui de ces arguments sont notamment les suivants :

- l'information proposée ne serait pas compatible avec celle qui est exigée actuellement par la FSA et la SEC;
- le niveau de détail est trop élevé pour que la plupart des clients comprennent l'information;
- une mauvaise compréhension de l'incidence de divers facteurs sur le niveau et l'utilisation des courtages pourrait pousser les clients à mal interpréter les résultats;
- les estimations et répartitions raisonnables pour chaque client seraient subjectives et des incohérences entre les méthodes utilisées par les conseillers en valeurs en résulteraient;
- les investisseurs s'intéressent au coût total des opérations, au rendement total par rapport au risque, à la détermination du montant des courtages et aux facteurs pris en considération par les conseillers en valeurs lorsqu'ils ont convenu de payer ces montants;
- il ne faut pas comparer les courtages sans tenir compte des coûts de l'incidence sur le marché, qui, dans bien des cas, sont la partie la plus notable du coût total d'une opération;
- la comparaison de l'information des clients peut être sans intérêt par rapport à la moyenne de tous les mandats, surtout chez les conseillers en valeurs qui ont des mandats internationaux;
- la distinction entre les taux pour « opérations comportant uniquement l'exécution d'ordres » et les « commissions globales » pousserait les investisseurs à conclure erronément que la différence entre les taux est due à l'obtention de recherche; de plus, elle ne tient pas compte de l'argument voulant que les services d'exécution complets et groupés sont souvent la meilleure méthode d'exécution pour obtenir la meilleure exécution, et pas seulement une méthode de paiement de la recherche;

- la simple exécution d'ordres sans aucun autre service n'est plus une pratique courante parce que les conseillers en valeurs confient généralement l'exécution des opérations à des courtiers qui ajoutent de la valeur en offrant d'autres services;
- la présentation d'information globale ou d'une moyenne pondérée ne tient pas compte de la variabilité des portefeuilles, des gestionnaires de portefeuilles, des accords de paiement indirect au moyen des courtages et des accords de rétrocession de courtages;
- la présentation d'information par catégorie d'actif pourrait être inutile étant donné que plusieurs stratégies de placement peuvent être employées dans une seule catégorie de titres et que le niveau d'activité de négociation peut varier, notamment en fonction de la conjoncture des marchés, du mouvement des taux d'intérêts ou du rééquilibrage des portefeuilles, ce qui peut provoquer des incohérences d'une période à l'autre;
- les fluctuations de l'activité boursière d'une année sur l'autre peuvent provoquer des incohérences dans l'information lorsqu'on les répartit sur les budgets de paiement au moyen des courtages, lesquels ne fluctuent pas d'une année sur l'autre, et elles ne tiennent pas compte des biens et services exclusifs;
- les courtages peuvent être négociés et changer dans certaines circonstances, selon la nature de l'opération et la liquidité du titre;
- la présentation de la valeur obtenue en pourcentage des courtages versés aux courtiers n'est pas prévue;
- les clients sont déjà submergés par l'information.

Deux intervenants déclarent que les obligations d'information proposées garantirait la présentation d'information significative aux clients.

B. Propositions concernant l'information à présenter

a) Information descriptive

De manière générale, les intervenants ne rejettent par l'information descriptive proposée ni aucune autre forme d'information de ce genre. Ils font les propositions suivantes au sujet des éléments d'information à présenter :

- les détails des politiques et procédures du conseiller en valeurs en matière de courtages, et notamment :
 - la politique en matière de paiements indirects au moyen des courtages;

- une description de la politique en matière de meilleure exécution;
- les facteurs, dont la recherche, qui sont pris en compte pour choisir les courtiers et les marchés;
- la politique d'achat de la recherche;
- présentation exigée par la SEC à la partie II du formulaire ADV ou par l'information de niveau I de l'IMA;
- les types des services fournis par les courtiers au conseiller en valeurs;
- la nature des arrangements;
- le nom des courtiers utilisés et celui des tiers fournisseurs des biens et services;
- une déclaration selon laquelle les accords de paiement indirect au moyen des courtages sont au seul avantage des clients;
- une déclaration selon laquelle les opérations sont exécutées à des conditions concurrentielles;
- une déclaration selon laquelle une procédure interne garantit que les services des courtiers sont payés à leur juste valeur, lorsque le conseiller en valeurs a connaissance d'un écart important entre la valeur obtenue et les courtages versés à un courtier sur une certaine période, ce qui garantirait que les conseillers en valeurs interprètent activement les données qu'ils sont tenus de colliger et de communiquer, et permettrait de démontrer que les courtages sont convenablement utilisés;
- pour les fonds d'investissement, une déclaration dans le prospectus selon laquelle ils payent l'exécution des opérations au moyen des courtages et qu'un des risques est un conflit d'intérêts entre la société de gestion et fonds d'investissement.

b) Information quantitative

Bien que nombre d'intervenants aient des réserves sur l'information quantitative proposée, ils font plusieurs propositions concernant l'information quantitative qui serait significative pour les clients. Plusieurs intervenants semblent également convenir que, si de l'information quantitative était demandée, il faudrait l'accompagner d'information descriptive sous une forme ou une autre pour la mettre en contexte. Les propositions des intervenants sont exposées ci-après.

i) Information au niveau du conseiller

Certains intervenants affirment qu'il vaut mieux présenter les courtages payés au niveau du conseiller plutôt que du client, parce que les clients choisissent leur conseiller en fonction de ses résultats. Ils veulent aussi savoir si le conseiller gèrera leur argent efficacement.

Certains intervenants fournissent des exemples d'information à fournir par le conseiller en valeurs, notamment :

- le montant global des courtages;
- le total courtages utilisés pour acheter des services d'exécution d'ordres et de la recherche;
- les taux de commission payés à tous les courtiers;
- les taux de commission payés pour obtenir des services d'exécution d'ordres et de la recherche;
- un ratio analogue au ratio des frais de gestion, comme un ratio du coût total des courtages par rapport aux actifs gérés.

Un autre intervenant propose de regrouper les courtages par stratégie de placement et non au niveau du conseiller pour fournir des comparaisons plus significatives avec l'information propre à chaque client. Il s'interroge néanmoins sur l'utilité des comparaisons par stratégie de placement. Un autre intervenant demande des précisions concernant le niveau de regroupement entre différents types de comptes (c'est-à-dire les OPC, les comptes gérés par des sous-conseillers, les comptes sous gestion privée).

ii) Information au niveau du client

Certains intervenants ont aussi des propositions à faire en ce qui concerne l'information à fournir au niveau du client qui serait significative pour celui-ci. L'un d'eux propose de limiter cette information aux courtages prélevés sur le compte ou le portefeuille du client pour éviter les problèmes de comparabilité entre les chiffres du client et du conseiller, surtout lorsque ce dernier a de nombreux mandats.

Un intervenant estime que toute information quantitative au niveau du client devrait reposer sur une estimation proportionnelle fondée sur la moyenne des actifs gérés du client et du conseiller, en raison des difficultés éprouvées par les conseillers en valeurs pour ventiler les services utilisés par le compte du client individuel.

Un autre intervenant propose d'indiquer le pourcentage des courtages alloués aux paiements indirects dans le ou les comptes du client, ainsi que la valeur totale des courtages

utilisés par le conseiller et les types de services achetés. Cette information est déjà recueillie par la plupart des systèmes de gestion des petits et des grands conseillers en valeurs sur le marché canadien.

Un intervenant prétend que l'information au niveau du client devrait regrouper tous ses comptes et ne pas porter sur chaque compte. Il affirme aussi que les courtages ne devraient être indiqués dans l'information fournie au client que lorsqu'ils ont servi à payer des biens ou services précis à l'usage de celui-ci. En ce qui concerne les biens et services utilisés par le courtier pour l'ensemble des clients et payés au moyen des courtages, il faudrait attribuer un montant proportionnel au client, calculé en fonction du rapport entre ses actifs et l'actif total du conseiller. Un autre intervenant est d'avis qu'une méthode proportionnelle de répartition des services entre les clients peut offrir un compromis raisonnable dans ce domaine.

iii) Autres commentaires sur l'information quantitative

Un intervenant propose que l'information comporte au moins les éléments suivants : le total des courtages facturés aux comptes; le total des courtages dirigés facturés aux comptes; le total des sommes prélevées sur les courtages qui sont accumulées dans chaque compte en vue de l'acquisition de biens et services; le total des biens et services achetés au moyen des courtages par le conseiller; une ventilation, par catégorie, des biens et services achetés au moyen des courtages (c'est-à-dire recherche indépendante, services à usage mixte, recherche groupée, autres). Il propose aussi que l'on accompagne la ventilation et la description de chaque fournisseur du conseiller du coût total de chaque service obtenu (par exemple 17 terminaux Bloomberg, agrégation de données et outils d'analyse : 100 000 \$).

Un intervenant propose de présenter le taux de commission moyen dollarisé par unité de titre donné par les systèmes de négociation électroniques efficaces comme taux de référence, comparé à la moyenne du coût des opérations pondérée par unité de titre en cents canadiens pour l'exercice courant et les quatre exercices antérieurs.

Un autre intervenant indique que si l'on mettait en œuvre les obligations d'information proposées sur le client, il faudrait exprimer les courtages en pourcentage de la valeur plutôt qu'en cents par action.

Un intervenant était en faveur d'un certain niveau information statistique, comme la moyenne des taux de commission payés, le pourcentage des courtages payés pour obtenir des services groupés par opposition aux taux pour exécution seulement, ainsi que le pourcentage des courtages payés pour obtenir de la recherche de tiers.

Un intervenant propose d'établir une norme minimale prévoyant la fréquence et la portée de l'information requise (par exemple le total des courtages payés pour l'exécution ou d'autres services, le coût des services fournis, la répartition et la pondération des services fournis entre les courtiers, les taux de commission moyens/hauts/bas payés par courtier).

Un intervenant propose également de rétablir la fourniture de l'état des opérations de portefeuille sur demande.

Réponse

Afin d'essayer de trouver un équilibre entre le besoin de reddition de comptes et de transparence et le besoin de cohérence avec l'information présentée aux États-Unis, ainsi que le fardeau et les coûts que les conseillers en valeurs pourraient avoir à supporter en conséquence, nous avons décidé qu'une façon de faire consisterait à élargir l'information descriptive proposée. Les obligations en la matière prévues par la règle de 2006 seraient maintenues en ce qui concerne la nature des accords de paiement des services d'exécution d'ordres ou de recherche au moyen des courtages et le nom des courtiers et des tiers qui ont fourni des biens et services autres que l'exécution d'ordres et les types de biens et services fournis. Les autres obligations d'information proposées consistent en une description du processus de sélection des courtiers en valeurs en vue de la réalisation d'opérations indiquant les facteurs utilisés, l'indication des procédures permettant de vérifier que, avec le temps, les clients tirent raisonnablement avantage de l'utilisation des courtages qui leur sont facturés et l'indication des méthodes utilisées pour déterminer si les courtages payés en contrepartie des services d'exécution d'ordres et des services de recherche sont raisonnables. Des indications ont également été ajoutées au projet d'instruction complémentaire à ce propos.

Nous avons aussi modifié les obligations d'information quantitative proposées à l'origine. Comme première étape du renforcement de la reddition de comptes et de la transparence par la fourniture d'information quantitative, nous proposons de limiter l'information quantitative à fournir sur le client au total des courtages qu'il a payés pendant la période visée, accompagné d'un regroupement des courtages totaux payés pendant la période et d'une estimation raisonnable de la partie du total qui représente le montant payé ou accumulé pour payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres. Des indications sont également proposées dans le projet d'instruction complémentaire en ce qui concerne le niveau de regroupement des courtages à présenter. Elles donnent aux conseillers en valeurs une certaine souplesse pour déterminer le niveau de regroupement approprié, en fonction de leur structure et des besoins de leurs clients. Nous estimons que l'information quantitative proposée est relativement compatible avec celle que les fonds d'investissement doivent actuellement présenter à leurs clients en vertu de la Norme canadienne 81-106, sauf que le conseiller en valeurs doit faire une estimation raisonnable du montant payé ou accumulé pour payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres, au lieu de présenter ces montants s'il est possible de les déterminer.

Nous continuerons de surveiller les développements aux États-Unis, notamment tout projet de modification du régime d'information, et sommes disposés à revoir la solution que nous avons adoptée, le cas échéant.

C. Commentaires particuliers

a) *Information distincte à fournir sur les services groupés et dégroupés*

Certains intervenants doutent de l'utilité de présenter de l'information distincte sur les services groupés ou dégroupés ou bien ont des réserves à ce sujet. Un intervenant affirme que c'est le type bien ou service obtenu, et non sa source, qui est pertinent. D'autres intervenants indiquent que cette différenciation ferait une distinction injuste à l'égard des fournisseurs de recherche indépendants, ce qui nuirait aux investisseurs et aux fournisseurs :

- en augmentant les coûts supportés par les conseillers en valeurs qui utilisent de la recherche indépendante;
- en perpétuant le mythe selon lequel les biens et services groupés sont en quelque sorte uniques et méritent un statut particulier;
- en incitant peut-être les conseillers à confier l'exécution des opérations à des courtiers pour d'autres raisons que la meilleure exécution.

Un intervenant n'est pas contre la présentation information distincte sur les biens et services de tiers, car il remplit déjà cette obligation en vertu de la Norme canadienne 81-106.

Un intervenant remet en question l'application pratique de l'information sur les tiers qui est proposée au sous-alinéa *iii* de l'alinéa *c* du paragraphe 1 de l'article 4.1, car, selon lui, il est peu probable que le conseiller en valeurs ait accès aux accords de partage des courtages entre les courtiers et les tiers, et on ne sait pas si l'article s'appliquerait aux accords entre courtiers, par exemple dans le cadre d'opérations entre un remisier et un courtier exécutant, dans lesquelles ce dernier renonce à la partie des courtages en faveur du courtier qui offre les services payés au moyen des courtages. Il indique que, de manière générale, le conseiller en valeurs n'est pas informé du partage des courtages dans ces cas.

Pour résoudre certaines de ces difficultés, cinq intervenants proposent de traiter la recherche groupée et indépendante de la même façon aux fins de la présentation d'information. L'un d'eux ajoute que les courtages groupés sont l'aspect le moins transparent du coût des opérations, qu'ils représentent, selon les estimations, une part importante des courtages et que l'on pourrait donc induire les investisseurs en erreur en les excluant du calcul du total des courtages payés. Il propose aux ACVM de combiner les deux catégories proposées aux sous-alinéas *ii* et *iii* de l'alinéa *c* du paragraphe 1 de l'article 4.1 et de supprimer les obligations d'information supplémentaires sur la recherche fournie par des tiers, ou de conserver la différenciation mais d'obliger les conseillers en valeurs à demander au courtier la part de la recherche exclusive dans les services groupés ou de l'estimer s'il ne peut l'obtenir. D'autres intervenants ont également proposé de ventiler les

montants en appliquant la même méthode que celle qui est prévue dans le *Pension Fund Disclosure Code* de l'IMA, au Royaume-uni.

Deux autres intervenants déclarent que la présentation du ratio du coût global de la recherche par rapport aux actifs gérés, accompagné d'une description de la recherche obtenue, est beaucoup plus significative pour les investisseurs.

Réponse

Nous convenons avec les intervenants que demander des informations différentes sur chacun de ces types de biens et services pourrait entraîner une distinction injuste à l'égard des biens et services fournis par des tiers. À l'origine, nous voulions demander aux courtiers d'indiquer les montants les plus faciles à obtenir et à quantifier.

En révisant les obligations d'information proposées pour obliger les conseillers en valeurs à faire une estimation raisonnable de la partie du total des courtages qui représente les montants payés ou accumulés pour payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres, nous avons essayé d'éviter tout résultat potentiellement discriminatoire en traitant les biens et services groupés et dégroupés de la même façon. Si un surcroît de transparence s'avère nécessaire, nous réexaminerons le degré de ventilation de l'estimation entre les biens et services groupés et dégroupés.

b) Demandes d'information supplémentaire présentées par les clients

Un intervenant se demande s'il existe des preuves à l'appui de l'argument voulant que les clients demandent de l'information présentant ce degré de détail, compte tenu des coûts élevés. Un autre intervenant indique qu'il a fourni l'information proposée à titre d'essai à deux clients avertis et qu'ils doutaient tous deux de son utilité. D'autres intervenants fournissent des détails sur la fréquence des demandes présentées par les clients en vue d'obtenir de l'information supplémentaire sur les accords de paiement indirect au moyen des courtages et les pratiques en la matière :

- trois intervenants déclarent que les clients ne demandent pas d'information supplémentaire;
- un intervenant indique que, sur ses centaines de clients institutionnels, milliers de clients privés et dizaines de milliers de clients d'OPC, cinq clients ont exprimé le souhait d'obtenir de l'information plus détaillée au cours du dernier exercice;
- un intervenant qui représente des CP/GP au Canada indique qu'un membre possédant des établissements dans tout le pays déclare que ni les clients institutionnels ni les clients privés n'ont exprimé le souhait de recevoir de l'information aussi détaillée et qu'il reçoit environ cinq fois par an des demandes d'information sur l'utilisation précise des courtages par client, aucune des demandes n'émanant de clients privés.

Pour régler ces difficultés, certains intervenants proposent que les clients aient la possibilité de recevoir l'information détaillée proposée, comme en vertu d'autres obligations d'information continue, notamment celles relatives aux états financiers et au rapport de la direction sur le rendement du fonds. Deux de ces intervenants indiquent que la pratique actuelle consiste à répondre aux demandes d'information des clients sur les pratiques en matière de courtages, et ils estiment que tous les clients ne demanderaient pas l'information proposées s'ils en avaient la possibilité, ni qu'il accepteraient l'augmentation des coûts que cela entraînerait. L'un d'eux déclare également que si les clients avaient la possibilité de recevoir l'information détaillée, une obligation de fournir de l'information descriptive générale leur seraient utile, tandis qu'un autre soutient qu'une obligation d'indiquer que l'information facultative est disponible serait nécessaire pour garantir que les clients sont au courant de cette possibilité.

Quelques intervenants proposent de consulter les clients ou de créer un groupe de travail avant de prescrire l'information. L'objectif de ces consultations serait de garantir que la vaste gamme de conventions entre les conseillers en valeurs et leurs clients en matière d'information est prise en considération et que les clients ont eu la possibilité de comprendre les options de façon à déterminer l'information qui correspond le mieux à leurs besoins.

Réponse

Nous ne croyons pas que les obligations prévues par les dispositions actuelles, en vertu desquelles l'information est fournie sur demande, suffisent à garantir que les clients comprennent comment leurs courtages sont utilisés pour payer autre chose que la fonction de courtage principale. En outre, nous sommes toujours d'avis qu'il faut augmenter l'information dans ce domaine pour garantir la reddition de comptes des conseillers en valeurs en ce qui concerne l'utilisation des courtages. Nous reconnaissons cependant la nécessité de réaliser un équilibre entre le besoin de transparence accrue et la faisabilité. Nous avons donc simplifié l'information quantitative.

c) *Sens du terme « client » pour l'application des obligations d'information*

Certains intervenants se demandent si l'information fournie aux « clients » s'adresse aux clients individuels des fonds d'investissement. Un intervenant se demande aussi comment interpréter le terme « client » dans le cas de l'information fournie aux clients qui ont des comptes sous gestion privée ou gérés par des sous-conseillers, en plus des clients individuels d'OPC. De manière générale, ces intervenants ne jugent pas que l'information proposée devrait concerner les clients de fonds d'investissement pour les motifs suivants :

- ces clients reçoivent déjà de l'information appropriée sur les accords de paiement indirect au moyen des courtages en vertu de la Norme canadienne 81-106;
- les clients individuels ne sont généralement pas en mesure de négocier les conventions de gestion et de superviser les activités des conseillers en valeurs en matière de placements;
- le comité d'examen indépendant prévu par la Norme canadienne 81-107 sera chargé de gérer les conflits d'intérêts que le projet de règle vise à régler;
- l'information fournie aux porteurs individuels de titres de fonds d'investissement nécessiterait de revoir de fond en comble les systèmes d'information des clients.

Selon certains de ces intervenants, il pourrait être inopportun, pour le conseiller en valeurs d'un fonds d'investissement, que le terme « client » désigne le fonds lui-même, compte tenu de sa structure. Certains d'entre eux indiquent que lorsque le fonds est le « client », il prend la plupart du temps la forme d'une fiducie, et que la société de gestion est généralement le fiduciaire et le conseiller en valeurs. Un de ces intervenants ajoute qu'à l'exception des fonds canadiens constitués en personne morale, qui ne sont pas nombreux, les fonds ne sont pas dotés d'un conseil d'administration distinct et qu'il n'existe aucune autre entité qui pourrait être considérée comme le « client » du conseiller en valeurs, comme c'est le cas aux États-Unis. Par conséquent, dans les cas où la société de gestion est à la fois conseiller en valeurs et fiduciaire, le conseiller en valeurs se fournirait l'information à lui-même. Il propose que l'information requise soit plutôt présentée au comité d'examen indépendant et ajoute que les fonds qui ont déjà créé des comités d'examen indépendants ont indiqué que ceux-ci ont examiné les politiques des sociétés de gestion en matière d'utilisation des courtages dans l'exercice de leur fonction de surveillance, mais qu'ils n'ont pas eu besoin d'information supplémentaire.

Un autre intervenant déclare que la présentation d'information n'est réellement utile que si les responsables de ces fonds sont tenus d'évaluer l'information et de s'assurer que les courtages ont été utilisés d'une manière appropriée et raisonnable. Il affirme qu'il ne serait pas raisonnable de s'attendre à ce que le commun des mortels lise ou évalue

l'information proposée, et que les destinataires de l'information devraient être les fiduciaires, les conseils d'administration ou d'autres organes exerçant des responsabilités fiduciaires.

Réponse

Nous avons proposé, à l'article 5.1 du projet d'instruction complémentaire, des indications qui précisent que le destinataire de l'information est généralement la partie avec laquelle le conseiller en valeurs a signé un contrat pour la fourniture de conseils. Par exemple, pour le conseiller en valeurs d'un fonds d'investissement, le client est généralement le fonds d'investissement, à moins que le conseiller ne soit également le fiduciaire ou la société de gestion, auquel cas il devrait déterminer si sa relation avec le fonds présente, en vertu de la Norme canadienne 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement, une question de conflit d'intérêts qu'il faudrait soumettre au comité d'examen indépendant établi conformément à cette règle, et s'il ne vaudrait pas mieux présenter l'information à celui-ci. L'information fournie aux clients individuels des OPC sur l'utilisation de leurs courtages est régie par les dispositions des Normes canadiennes 81-101 et 81-106, ainsi que toute autre disposition pertinente.

Question 13 : Faudrait-il fournir l'information périodique plusieurs fois par an?

La plupart des intervenants estiment qu'il devrait suffire de fournir l'information une fois par an. L'un d'eux soutient que le fait de fournir l'information plus fréquemment pourrait donner une fausse impression de volatilité, parce que les comptes, les mandats et les budgets de courtages changent souvent annuellement. Un autre intervenant indique qu'il fournit déjà aux clients de l'information sur les biens et services payés au moyen des courtages une fois par an et qu'on ne lui a pas demandé de la fournir plus souvent.

Quelques intervenants ont aussi fait les propositions suivantes concernant la fréquence de présentation de l'information :

- aussi souvent que le client et le conseiller en valeurs effectuent un examen de la performance;
- tous les semestres, conformément aux obligations d'information de niveau II de l'IMA;
- régulièrement, notamment à l'attention des conseils d'administration, des fiduciaires ou des autres personnes exerçant des fonctions de surveillance des conseillers en valeurs.

Réponse

Comme la plupart des intervenants, nous estimons qu'il n'est pas nécessaire de fournir l'information périodique plus d'une 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 de la règle de 2006?

A. Commentaires généraux

De manière générale, les intervenants craignent qu'il ne soit trop difficile de respecter les obligations d'information proposées et estiment que ces difficultés entraîneraient des coûts qui l'emporteraient sur les avantages pour les clients. Plusieurs intervenants avaient notamment des réserves à propos de l'obligation de fournir de l'information par client et par catégorie de titres, surtout pour les petits conseillers. Les causes des difficultés seraient les suivantes :

- les systèmes ne permettent pas actuellement de suivre les courtages payés pour obtenir un service donné pour chaque compte individuel;
- les biens et services sont souvent obtenus à un niveau général, pour plusieurs clients, et non pour un client en particulier, ce qui donne lieu à des répartitions imprécises par client, et les avantages pour les clients peuvent changer au fil du temps;
- les activités de négociation sont souvent menées pour plusieurs clients en même temps ou par l'entremise de fonds en gestion commune, de sorte qu'il serait coûteux de fournir de l'information sur chaque client et que cela serait encore plus compliqué dans le cas de biens et services à usage mixte;
- les courtiers qui offrent des services groupés ne sont pas tenus de fournir de l'information sur les biens et services aux conseillers en valeurs, et ils n'ont pas pris de mesures à cette fin;
- les activités de négociation et le paiement de biens et services n'ont pas toujours lieu en même temps;
- plusieurs courtiers peuvent payer une seule facture pour les services d'un tiers;
- les frais des opérations effectuées à l'étranger peuvent ne pas être facturés à l'unité, mais en pourcentage de la valeur des opérations;
- les logiciels actuels qui répondent aux exigences britanniques et états-uniennes ne sont pas configurés pour répondre aux obligations d'information canadiennes;
- le recours à des fournisseurs de logiciels tiers pourrait entraîner la fourniture d'information inexacte que les conseillers en valeurs devront quand même rapprocher.

Cependant, comme nous l'avons vu plus haut, un intervenant indique que l'information sur la valeur totale des courtages payés, les types de services achetés au moyen des courtages et le pourcentage, pour chaque compte du client, des courtages utilisés pour payer des biens et services ne devrait pas être difficile à fournir puisqu'elle est déjà recueillie par la plupart des systèmes de gestion des grands et petits conseillers sur le marché canadien.

Réponse

Nous notons que les commentaires généraux portant sur les difficultés à respecter les obligations d'information prévues par la règle de 2006 concernent surtout les difficultés à fournir l'information par client et catégorie de titres. Étant donné le manque de précision en ce qui concerne le coût des services groupés, ainsi que l'écart temporel entre les opérations qui donnent lieu au paiement de courtages et le paiement des biens et services au moyen de ces courtages, nous convenons qu'il serait difficile de fournir l'information détaillée avec exactitude. Nous estimons que les modifications que nous proposons (voir notre réponse à la question 12) devraient régler ces questions.

B. Commentaires particuliers

a) Obligations prévues au paragraphe 2 de l'article 4.1 de la règle de 2006

De nombreux intervenants indiquent que l'obligation de consigner des renseignements sur les biens et services qui est prévue au paragraphe 2 de l'article 4.1 serait difficile et coûteuse à respecter pour les types de biens et services suivants :

- les services groupés, lorsqu'il n'existe pas de trace écrite distincte des biens et services supplémentaires;
- les services incorporels qui constituent la recherche, comme les communications avec les courtiers par téléphone, courriel, courrier et les rencontres en personne;
- les biens et services non sollicités.

Certains intervenants doutent aussi de l'utilité de cette obligation pour les clients. Ils estiment notamment qu'elle est incompatible avec la façon dont les conseillers en valeurs perçoivent les avantages globaux que leurs clients tirent des services obtenus, et que ce niveau de détail ne serait pas vraiment pertinent pour les clients.

D'autres estiment que l'obligation générale de tenir des dossiers adéquats qui est faite à tous les conseillers en valeurs est suffisante et que les conseillers devraient jouir de la latitude nécessaire pour documenter les biens et services obtenus, du moment que leurs

dossiers indiquent de façon adéquate que les courtages ont seulement été utilisés à des fins autorisées. Un autre intervenant propose d'introduire le concept d'importance relative pour gérer le niveau de détail des renseignements consignés en vertu de cette obligation, tandis qu'un autre propose d'ajouter une disposition obligeant les courtiers à fournir aux conseillers en valeurs l'information requise.

Trois intervenants ne rejettent pas l'obligation proposée, bien que l'un d'eux se demande comment les investisseurs utiliseraient cette information. Un intervenant propose que les renseignements soient consignés comme supplément de l'information descriptive prévue à l'alinéa *a* de l'article 4.1, du moment que l'information quantitative est supprimée, tandis qu'un autre affirme que, si ces renseignements étaient conservés, il faudrait aviser les clients qu'ils peuvent les obtenir, par exemple en l'indiquant de façon bien visible dans le prospectus du fonds ou le rapport de la direction sur le rendement du fonds.

Réponse

Nous estimons que l'obligation d'indiquer le nom des fournisseurs et les types de biens et services qui est proposée à l'alinéa c de l'article 4.1 du projet de règle devrait permettre de fournir aux clients suffisamment de renseignements sur les biens et services payés avec les courtages. C'est pourquoi nous avons supprimé l'obligation, prévue précédemment au paragraphe 2 de l'article 4.1 de la règle de 2006, de consigner et de fournir sur demande des renseignements sur les biens et services obtenus.

Malgré la suppression de cette obligation expresse, les conseillers en valeurs se rappelleront qu'ils doivent respecter l'obligation générale de tenir des dossiers adéquats pour être en mesure de démontrer qu'ils se conforment au projet de règle.

b) Différences entre la règle de 2006 et les obligations d'information états-uniennes et britanniques

Divers intervenants relèvent les différences qui existent entre les obligations d'information proposées et les obligations états-uniennes et britanniques. Certains estiment que les obligations d'information prévues par la règle de 2006 sont plus exigeants. La plupart de ces intervenants proposent de faire en sorte les obligations d'information du Canada coïncident davantage avec celles des États-Unis ou du Royaume-Uni (notamment les niveaux I et II du *Disclosure Code* de l'IMA). Voici certains des motifs invoqués à l'appui de cette proposition :

- une plus grande cohérence permettrait aux conseillers en valeurs qui fournissent de l'information à leurs clients dans plusieurs pays de standardiser leurs procédures en la matière;

- l'information à fournir en vertu du *Disclosure Code* de l'IMA donnerait aux administrateurs de régime et aux fiduciaires l'information dont ils ont besoin pour évaluer ce qu'ils ont obtenu en échange des courtages;
- il pourrait être difficile pour les conseillers en valeurs canadiens d'obtenir toute l'information pertinente de sous-conseillers en valeurs états-uniens;
- les obligations d'information devraient être guidées par le marché, comme au Royaume-Uni, et ne pas être normatives.

Un intervenant soutient qu'il faudrait instaurer un régime d'information souple étant donné que les conseillers en valeurs présentent actuellement de différentes façons l'information sur leurs pratiques en matière de courtages et qu'ils suivent souvent pour ce faire les obligations d'information états-uniennes ou britanniques.

Réponse

Nous convenons qu'imposer des obligations d'information différentes de celles d'autres pays en ce qui concerne l'objet du projet de règle pourrait causer des difficultés aux conseillers en valeurs qui fournissent de l'information à leurs clients ou engagent des sous-conseillers en valeurs dans plusieurs pays. Comme nous l'indiquons plus haut, nous estimons que l'harmonisation avec d'autres pays est un objectif légitime, lorsqu'elle est justifiée, et nous voyons que la préférence va généralement à l'harmonisation avec les États-Unis, et non le Royaume-Uni.

Toutefois, les obligations d'information états-uniennes actuelles prévues à la partie II du formulaire ADV et au formulaire N-1A de la SEC qui traitent expressément de l'utilisation des courtages pour obtenir des biens et services autres que l'exécution d'ordres sont principalement axées sur la présentation d'information descriptive. Or nous estimons qu'il convient d'inclure une certaine dose d'information quantitative. La SEC a indiqué qu'elle publierait des projets de modification de son régime d'information, mais, d'après ce que nous savons, elle n'a rien proposé à ce jour. Comme nous l'avons vu plus haut, nous continueront de surveiller les développements aux États-Unis, notamment tout projet de modification du régime d'information, et sommes disposés à revoir la solution que nous avons adoptée, le cas échéant.

c) *Indication du nom des courtiers et des fournisseurs, ainsi que des types de biens et services fournis*

Quelques intervenants déclarent que l'indication du nom des courtiers et des fournisseurs par le conseiller en valeurs entraînerait la communication d'information exclusive, ce qui pourrait compromettre l'avantage concurrentiel du conseiller, surtout par rapport à ses concurrents étrangers qui ne sont pas tenus de communiquer cette information.

D'aucuns affirment également que l'indication du nom de tous les courtiers et de tous les types de biens et services fournis par chacun d'eux donnerait lieu à des répétitions étant donné que les conseillers en valeurs peuvent obtenir les mêmes types de services de différents courtiers (par exemple les rapports de recherche usuels) et, pour les clients qui ont des mandats de placement internationaux ou les investisseurs qui détiennent des titres de fonds internationaux, cette information pourrait viser une centaine de courtiers, ce qui causerait des problèmes de suivi et obligerait à établir de longs rapports.

Quelques intervenants soutiennent également que cette information ne serait pas utile aux clients et que l'indication des types de courtiers utilisés est plus pertinente.

Réponse

Nous faisons remarquer que les fonds d'investissement sont tenus de fournir de l'information analogue au public dans la notice annuelle prévue par le Formulaire 81-101F2. Dans le cas des conseillers en valeurs, à l'exception de ceux dont les clients sont des fonds d'investissement assujettis à des obligations d'information analogues, cette information serait fournie au client et non pas au public en général. Par conséquent, nous nous demandons à quel point l'avantage compétitif serait compromis par la présentation de cette information. Nous estimons toujours que cette information serait utile aux clients car elles les aiderait à comprendre l'utilisation de leurs courtages, tout en renforçant la responsabilité des conseillers en valeurs. Nous avons modifié le projet de règle pour préciser que cette information serait requise dans les cas où des biens et services autres que l'exécution d'ordres ont été fournis, et pour ajouter qu'il n'est pas nécessaire de faire le lien entre les types de biens et services obtenus et chaque courtier ou tiers qui les a fournis, sauf dans le cas de biens et services fournis par des entités du même groupe. Les entités du même groupe et les types de biens et services qu'elles ont fournis doivent être indiqués séparément. Nous avons aussi ajouté des indications au projet d'instruction complémentaire pour donner aux conseillers en valeurs une certaine souplesse en ce qui concerne la portée de l'information à fournir aux clients pour remplir cette obligation.

d) Application de l'information

Un autre intervenant déclare qu'on ne sait pas comment appliquer aux services groupés l'obligation des conseillers en valeurs de communiquer certains éléments d'information s'ils concluent des accords avec des courtiers pour utiliser les courtages « en paiement » de services autres que l'exécution d'ordres. Il indique que le paiement des courtages aux courtiers qui fournissent aussi des services de recherche ne devrait pas constituer un « paiement » de recherche. Il avance que d'autres facteurs doivent être présents pour que les courtages soient réputés constituer un paiement de recherche, comme une convention prévoyant le paiement de taux de commission plus élevés que ceux que le courtier facture normalement ou un engagement à exécuter un certain volume d'opérations. Il recommande de ne pas appliquer les obligations d'information aux opérations payées au moyen de courtages groupés qui ne comportent pas d'engagement exécutoire à payer de la

recherche. Un autre intervenant déclare que lorsqu'un accord de paiement indirect au moyen des courtages est conclu par un conseiller en valeurs et un courtier, les parties doivent en conserver un exemplaire complet dans leurs dossiers.

Un autre intervenant déclare que si les courtages prélevés sur le compte d'un client donné n'étaient jamais utilisés pour payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres, le conseiller en valeurs ne devrait pas être tenu de lui indiquer les courtages qu'il génère ni la nature des accords de paiement indirect au moyen des courtages qu'il a conclus relativement à d'autres clients.

Réponse

L'article 4.1 du projet d'instruction complémentaire indique que le projet de règle s'applique aux accords officiels ou consensuels, y compris les accords consensuels prévoyant la fourniture de biens et services par un courtier offrant des services groupés exclusifs. Par conséquent, les obligations d'information visent également les courtages utilisés aux termes des accords consensuels conclus avec un courtier offrant des services groupés exclusifs. Nous estimons que les modifications apportées aux obligations d'information devraient soulager les inquiétudes exprimées par les intervenants au sujet des difficultés à se conformer au projet de règle lorsque ce genre d'accord a été conclu.

Le conseiller en valeurs qui est en mesure d'isoler un compte client ou une groupe de comptes clients de ses autres clients dont les courtages servent au paiement de biens et services autres que l'exécution d'ordres ne serait pas tenu de fournir l'information à ces clients.

Toutefois, étant donné que les obligations d'information s'appliquent que les accords aux termes desquels les courtages sont utilisés soient officiels ou consensuels (y compris les accords avec des courtiers offrant des services groupés exclusifs), il serait difficile de prétendre que les courtages payés par un client donné ne seraient jamais utilisés en paiement de biens et services autres que l'exécution d'ordres si les courtages qui lui ont été facturés ont été payés à un courtier qui fournit au conseiller en valeurs des services groupés exclusifs.

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 à l'alinéa c de l'article 4.1 de la règle de 2006, dans la mesure où l'on peut les estimer raisonnablement?

La plupart des intervenants répètent les arguments avancés en réponse à la question 1, selon lesquels le projet de règle ne devrait pas s'appliquer aux opérations pour compte propre. Ils font remarquer que déterminer les courtages payés dans le cadre des

opérations pour compte propre présente des problèmes, à moins que les écarts cours acheteur – cours vendeur ne soient indiqués sur le relevé d'opération.

Certains intervenants considèrent que, si le projet de règle s'appliquait aux opérations « nettes », la méthode de présentation de l'information devrait être analogue à celle adoptée par l'IMA. Autrement dit, l'information devrait être limitée au pourcentage du total des opérations « nettes », parce qu'il n'y a pas de méthode généralement acceptée pour ventiler les courtages et que, vu le manque de précision de l'établissement des courtages groupés, toute méthode d'établissement des courtages donnera, dans le meilleur des cas, une approximation. Un intervenant juge que l'on obtient l'information la plus claire en appliquant un pourcentage au total des opérations pour compte propre. Un autre intervenant estime cependant qu'il ne faudrait pas encourager la présentation de données reposant sur des estimations ou qu'il faudrait au moins donner des indications sur ce qui est ou n'est pas raisonnable.

Réponse

Nous avons limité le champ d'application du projet de règle aux opérations dans lesquelles des courtages sont facturés (c'est-à-dire celles dans lesquelles des commissions ou frais sont payés et le prix payé pour le titre est indiqué clairement et séparément). Voir notre réponse à la question 1 pour plus d'information.

II. Autres commentaires

Période de transition

Divers intervenants estiment qu'une période de transition est nécessaire. Les raisons les plus couramment invoquées sont notamment les suivantes :

- les fournisseurs de services à usage mixte auraient besoin de temps pour ajuster leurs pratiques en matière de facturation, comme c'est actuellement le cas au États-Unis, à la suite de la publication de l'avis de 2006 de la SEC;
- les conseillers en valeurs auraient besoin de temps pour évaluer leurs pratiques actuelles, circonscrire les lacunes et apporter les changements nécessaires;
- nombre d'accords de paiement indirect au moyen des courtages sont négociés une fois par an;
- il faudrait apporter des modifications aux systèmes comptables et de déclaration pour respecter les obligations d'information plus détaillées;
- d'autres projets des ACVM prévoient une période de transition;

- la SEC et la FSA avaient alloué une période de transition de six mois.

Un intervenant considère qu'il faudra modifier de fond en comble les procédures des courtiers, des conseillers en valeurs et des clients, étant donné qu'elles sont le produit d'un demi-siècle de pratiques et de traditions du secteur. Il fait aussi remarquer que les procédures actuelles ou l'absence de procédures sont profondément ancrées dans les habitudes. Il estime que la règle de 2006 entraînerait une augmentation du nombre d'opérations ne comportant que l'exécution et que les courtiers devraient par conséquent mettre en œuvre des plans d'affaires concurrentiels pour réaliser le « dégroupage », de sorte que l'établissement de prix concurrentiels prendrait plusieurs trimestres. Il ajoute que même s'il existe des fournisseurs de logiciels spécialisés en gestion des courtages, les conseillers en valeurs auraient besoin de temps pour cerner les besoins et mettre sur pied les systèmes nécessaires.

Cet intervenant affirme également que les clients ne comprennent peut-être pas complètement les questions de gouvernance connexes, et que la mise en œuvre de la règle de 2006 viendrait augmenter sensiblement les responsabilités des fiduciaires en matière de surveillance. Le processus de sensibilisation et de consultation par les fiduciaires ou les conseils de retraite prendra beaucoup de temps. Il recommande de fixer des jalons en consultation avec les courtiers, les conseillers en valeurs et les clients, par exemple la date à laquelle les conseillers en valeurs devraient avoir terminé leur politiques en matière de courtages, la date à laquelle le total des accords de paiement au moyen des courtages est communiqué aux clients et aux autorités en valeurs mobilières et la date à laquelle les conseillers en valeurs seront pleinement conformes au projet de règle, y compris aux obligations d'information détaillée proposées.

Un autre intervenant déclare que, pendant toute période de transition, les conseillers en valeurs devraient pouvoir faire de leur mieux pour fournir l'information prescrite, après quoi une norme plus rigoureuse s'appliquerait, lorsque la compilation et la répartition des données sera possible.

Réponse

Nous avons modifié le projet de règle en y ajoutant une date d'entrée en vigueur tombant six mois après son approbation.

Nous estimons que les modifications apportées au projet de règle, notamment la suppression de certaines des obligations d'information les plus exigeantes, devraient répondre à nombre de préoccupations exprimées par les intervenants, de sorte qu'il n'est pas nécessaire de prévoir une période de transition plus longue.

Coûts

Certains intervenants ne jugent pas que l'estimation des coûts figurant dans l'analyse coûts-avantages soit réaliste, ni que les avantages dont les clients pourraient jouir l'emportent sur les coûts, pour les motifs suivants :

- les coûts des modifications aux systèmes de gestion d'ordres et de conformité pour surveiller, suivre, répartir et déclarer les courtages n'ont pas été pris en compte;
- il faudra engager des frais pour embaucher et former de nouveaux employés chargés de la conformité, de la gestion des placements et des tâches administratives pour gérer le processus prévu par la règle de 2006;
- la surveillance de conformité entraînera des coûts;
- les sous-conseillers en valeurs d'autres pays factureront des coûts indirects aux conseillers en valeurs pour se conformer, directement ou indirectement, à la règle de 2006.

Deux intervenants ajoutent que l'augmentation des coûts supportés par les conseillers en valeurs et les fournisseurs de services qui devront modifier leurs procédures se répercutera sur les clients en bout de ligne sous la forme d'augmentations des frais liés aux opérations et à la gestion. En outre, la hausse des coûts fixes résultant du transfert des biens antérieurement admissibles dans la catégorie des biens non admissibles pourrait aussi relever les barrières à l'entrée ou avoir d'autres effets nuisibles sur les petites sociétés de gestion de placements cherchant à se mesurer à de grandes sociétés.

Un intervenant craint que les sociétés qui gardent les actifs de leurs clients n'aient à engager des frais plus élevés pour se conformer, ce qui creusera davantage l'écart entre les frais des fonds distincts et des fonds en gestion commune.

Réponse

Nous estimons que les modifications que nous avons apportées au projet de règle devraient soulager nombre des inquiétudes exprimées ci-dessus en ce qui concerne les coûts, notamment les coûts liés à l'information. Nous ne croyons pas que les coûts de la conformité aux obligations ne concernant pas l'information qui sont prévues par le projet de règle seront élevés pour les sociétés qui se conforment déjà aux dispositions actuelles. Nous avons apporté peu de changements, voire aucun, aux définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « services de recherche » par rapport aux dispositions actuelles et, conformément au principe général selon lequel il faut accorder la priorité aux intérêts des clients, nous nous attendons à ce que les conseillers en valeurs surveillent et suivent d'ores et déjà, dans une certaine mesure, l'utilisation qui est faite des courtages.

Répartition des avantages entre les clients

Certains intervenants ont des réserves sur le projet d'obligation de veiller à ce que les services d'exécution d'ordres ou de recherche sont à l'avantage des clients du conseiller en valeurs, et sur les indications connexes qui précisent que le conseiller doit se doter de politiques et procédures pour répartir de façon équitable et raisonnable les biens et services obtenus entre les clients dont les courtages ont servi au paiement.

Certains intervenants estiment que l'obligation et les indications impliquent qu'il doit y avoir un lien direct entre un bien ou service donné et le client dont les courtages ont servi à payer, même si les biens et services obtenus sont généralement à l'avantage de plusieurs clients et peuvent ne pas toujours être à l'avantage du compte qui a généré les courtages. Un intervenant ajoute que la norme demanderait au conseiller en valeurs de ne pas tenir compte de l'information ou des connaissances découlant de la recherche achetée au moyen des courtages d'un client lorsqu'il prend des décisions pour un autre client.

Un autre intervenant allègue que plus les biens et services sont groupés avec l'exécution d'ordres, plus il est difficile de déterminer si les courtages payés ont été attribués correctement aux clients qui en ont tiré avantage.

Un intervenant propose de réviser l'obligation pour exiger que les biens ou services soient à l'avantage « d'un ou de plusieurs » clients du conseiller en valeurs.

Réponse

Nous reconnaissons que les biens et services obtenus sont généralement à l'avantage de plusieurs clients et peuvent ne pas toujours bénéficier entièrement au compte qui a généré les courtages. Nous avons modifié les indications de la partie 4 du projet d'instruction complémentaire pour préciser qu'un service d'exécution d'ordres ou de recherche donné peut être à l'avantage de plusieurs clients et ne pas toujours bénéficier directement à chaque client dont les courtages ont servi au paiement. Toutefois, le conseiller en valeurs doit se doter de politiques et procédures pour faire en sorte que les clients dont les courtages sont utilisés pour payer ces biens et services en tirent avantage de façon raisonnable et équitable.

Biens et services non sollicités

Certains intervenants se demandent si les obligations prévues par le projet de règle et le projet d'instruction complémentaire s'appliqueraient aux biens et services non sollicités. Le projet d'obligation des conseillers en valeurs d'évaluer les biens et services obtenus en fonction des courtages payés et les obligations d'information proposées suscitent des craintes à cet égard.

Deux intervenants indiquent que les conseillers en valeurs n'ont pas toujours le pouvoir de négocier les biens et services qu'ils reçoivent avec les services groupés. Ils s'inquiètent qu'en l'absence de fourniture d'information sur les coûts par les courtiers ou d'un mécanisme fiable permettant d'en distinguer les éléments, il serait difficile et coûteux pour les conseillers d'évaluer les services non sollicités obtenus et que, dans certains cas, ils ne pourraient le faire avec impartialité ou exactitude.

Un autre intervenant indique qu'étant donnée la façon dont les courtiers offrent et transmettent l'information à leurs clients aujourd'hui, il est inévitable que les conseillers en valeurs aient accessoirement accès à de l'information et à des documents émanant des entités auprès desquelles elles placent les ordres de leurs clients. Selon lui, un problème se pose lorsqu'il n'est pas permis d'obtenir au moyen des courtages tout ou partie de l'information et des documents mis à la disposition du conseiller en valeurs. Par exemple, dans certains cas, les conseillers en valeurs peuvent accéder à un site Web protégé pour télécharger des rapports de recherche quotidiens, mais le site contient aussi de l'information qui ne répond pas aux définitions de services de recherche ou de services d'exécution d'ordres. En outre, les courtiers peuvent envoyer à leurs clients des articles ou des bulletins qui peuvent ne pas être considérés comme de la recherche. Cet intervenant propose que, du moment que le conseiller en valeurs ne tient pas compte de ces services accessoires lorsqu'il évalue les services des courtiers par rapport aux courtages payés, il ne faudrait pas considérer la disponibilité ou l'obtention des biens et services en question comme une infraction au projet de règle. En revanche, il fait remarquer que le conseiller en valeurs pourrait enfreindre ses obligations fiduciaires si on poussait cette logique trop loin.

Un autre intervenant rejoint certaines de ces préoccupations concernant les biens et services qui sont offerts par un fournisseur de services groupés mais qui ne lui sont pas achetés, et qui peuvent comprendre des services admissibles ou non, qui n'ont aucune incidence sur la décision d'un conseiller en valeurs de lui confier des opérations. Un gestionnaire de portefeuille peut avoir confié l'exécution d'opérations à un courtier particulier en raison de ses compétences dans les opérations difficiles, de sa position sur le marché ou de toute une panoplie de facteurs pris en compte dans l'évaluation de la meilleure exécution. Lorsque le courtier inclut dans les services groupés de la recherche ou des services que le gestionnaire de portefeuille n'a pas sollicités et qu'il n'utilise pas, les éléments usuels d'un accord de paiement indirect au moyen des courtages ne sont pas présents, selon l'intervenant, et l'encadrement instauré par le projet de règle ne devrait pas s'appliquer. Cet intervenant ajoute qu'il n'y a pas nécessairement de conflit d'intérêts lorsque le conseiller en valeurs se voit offrir des biens ou services non sollicités qu'il n'utilise pas. Il reconnaît cependant que le conseiller en valeurs qui utilise ces biens et services non sollicités devrait respecter les dispositions du projet de règle. Un autre intervenant émet des réserves analogues, mais propose que les conseillers en valeurs et les autorités en valeurs mobilières se demandent plutôt s'il y a engagement explicite à confier un volume minimum d'ordres à un courtier pour payer la recherche lorsque l'on détermine si les courtages payés par les conseillers comprennent des paiements de recherche.

Un intervenant demande aux ACVM de préciser si le conseiller en valeurs doit déclarer les opérations entraînant le paiement de courtages lorsqu'il ne demande pas de services supplémentaires, ne les utilise pas ou ne sait pas que les services sont groupés.

Réponse

Nous n'ignorons pas qu'il peut être difficile de se conformer au projet de règle lorsque des biens et services non sollicités sont obtenus, surtout dans le cadre de services groupés.

Nous avons modifié le projet d'instruction complémentaire pour fournir davantage d'indications à propos des biens et services non sollicités en ce qui concerne l'obligation du conseiller en valeurs de déterminer de bonne foi que les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des services d'exécution d'ordres et de recherche obtenus, ce qu'il peut le faire à l'égard d'une opération en particulier ou de ses responsabilités générales envers les comptes des clients. Le critère pertinent est le caractère raisonnable des courtages payés, compte tenu des services d'exécution d'ordres ou de recherche obtenus et utilisés par le conseiller. Le courtier qui, parce qu'il paie des courtages, se voit offrir ou obtient des biens ou services non sollicités qu'il n'utilise pas n'enfreint pas cette obligation s'il ne les inclut pas dans son évaluation de la valeur obtenue en contrepartie des courtages. Si toutefois il se sert de ces biens et services ou considère que leur disponibilité est un facteur de sélection des courtiers, il doit les inclure dans son évaluation de la valeur obtenue.

Nous estimons que cette méthode devrait également être appliquée à la répartition des biens ou services d'usage mixte. Le conseiller en valeurs ne serait pas tenu d'attribuer un coût à la partie non admissible d'un bien ou service qu'il a obtenu sans le demander et n'a pas utilisé, ni de le payer avec ses propres fonds. Cependant, il aurait toujours l'obligation de déterminer de bonne foi que les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur de la partie admissible de ce bien ou service.

Nous estimons également que ces indications peuvent s'appliquer aux déterminations relatives à la présentation d'information sur les biens et services non sollicités.

Méthode axée sur des principes

Quelques intervenants remettent en question la méthode adoptée par les ACVM et déclarent que la méthode axée sur des principes convenait mieux, notamment pour les motifs suivants :

- une réglementation axée sur des principes et une bonne surveillance sont plus efficaces qu'une réglementation normative;

- les principes sont clairs pour la grande majorité des exploitants honnêtes;
- des listes seraient difficiles à mettre en œuvre et la méthode axée sur des principes fonctionne bien aux États-Unis.

Les intervenants ont notamment fait les propositions suivantes :

- donner aux conseillers en valeurs, qui sont les utilisateurs des services, la possibilité de déterminer les services qui les aident à prendre des décisions d'investissement tout en respectant leur obligation fiduciaire;
- au lieu de dresser une liste limitée, établir des principes fondamentaux fondés sur l'utilisation qui permettent de déterminer quels biens et services peuvent être achetés au moyen des courtages et de garantir la fourniture d'information adéquate aux investisseurs;
- fournir des interprétations axées sur des principes des accords de paiement indirect au moyen des courtages en utilisant des exemples pratiques, des études de cas et des situations réelles qui respectent ou non l'objectif de traitement équitable, honnête et transparent des clients;
- inscrire dans le projet de règle l'objectif global d'alignement des intérêts de l'investisseur et du conseiller en valeurs, principe directeur sous-jacent qui pourrait protéger l'investisseur tout en offrant la souplesse nécessaire à l'innovation.

Selon un intervenant, au lieu de définir les critères fondamentaux en fonction desquels on peut déterminer si un bien ou service est admissible, la règle devrait indiquer les biens et services dont l'admissibilité demande une évaluation particulière parce qu'elle n'est pas bien tranchée, et le conseiller en valeurs qui utilise ces services devrait être tenu de fournir des renseignements pour prouver qu'ils sont appropriés à la gestion des placements et à ses conventions avec ses clients.

Un autre intervenant ajoute que l'avis des ACVM n'indique pas si les lacunes repérées lors des examens des conseillers en valeurs constituent des problèmes qui nécessitent la mise en œuvre d'une règle.

Réponse

Pour rédiger ce projet de règle, nous avons essentiellement repris les dispositions actuelles, en les reformulant, notamment dans le but de prescrire des obligations cohérentes dans l'ensemble du Canada, car les dispositions actuelles ne s'appliquent que dans deux provinces et ne sont un règlement qu'au Québec. Le projet d'instruction complémentaire visait à fournir des indications supplémentaires pour aider les conseillers en valeurs à se conformer au projet de règle, dont des exemples de biens et services qui

peuvent être considérés comme des services d'exécution d'ordres ou des services de recherche.

Nous faisons également remarquer que, depuis plusieurs années, les rapports annuels du Service de la conformité de la Direction des marchés financiers de la CVMO font état des problèmes reliés à l'utilisation des courtages qui ont été relevés dans le cadre des examens de conformité.

Nous avons toutefois apporté au projet de règle et au projet d'instruction complémentaire certaines modifications qui, selon nous, offrent au conseiller en valeurs davantage de latitude pour déterminer s'il se conforme au projet de règle. Nous estimons en outre que la méthode retenue pour régler ces questions n'est pas incompatible avec celle qui a cours dans d'autres pays. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont relevé des questions analogues : les États-Unis ont publié de nouvelles directives d'interprétation pour clarifier l'exonération prévue à l'article 28(e) de la Securities Exchange Act, et le Royaume-Uni a aussi rédigé de nouvelles règles et directives. Tous ces textes contiennent, à des fins de clarification, des listes des types de biens et services qui peuvent être considérés comme admissibles en vertu de la législation de ces pays. De surcroît, bien que nous reconnaissons qu'il puisse exister des différences entre les pratiques en matière d'utilisation des courtages des conseillers en valeurs canadiens, états-uniens et britanniques, l'objectif que partagent tous les pays est de régler les conflits d'intérêts inhérents à l'utilisation des courtages en paiement de biens et services autres que l'exécution d'ordres, ce qui nécessite une démarche et une réaction analogues lorsque cela est justifié.

Norme temporelle applicable aux « services d'exécution d'ordres »

Dans leurs réponses aux questions sur les analyses après les opérations et les systèmes de gestion d'ordres, quelques intervenants donnent leur avis sur la norme temporelle prévue pour les « services d'exécution d'ordres ».

Un intervenant fait remarquer que les ACVM ont proposé une norme temporelle qui diffère de celle de la SEC, mais convient que les services d'exécution d'ordres commencent au moment où la décision d'investissement est prise, et non pas au moment où l'ordre est communiqué au courtier (comme c'est le cas aux États-Unis). Il déclare que ce point de départ correspond à la saisie de l'ordre dans le système de gestion d'ordres.

Un autre intervenant rejoint cette opinion lorsqu'il déclare que les services d'exécution d'ordres devraient comprendre la technologie et les services qui contribuent à l'exécution d'un ordre à compter du début du cycle de vie de l'ordre (après que la décision d'investissement a été prise). Les arguments qu'il avance en faveur de l'inclusion des analyses après les opérations dans les services d'exécution d'ordres sont notamment que l'information découlant de la mesure de la qualité de l'exécution peut servir à prendre des décisions en matière d'opérations. Deux autres intervenants justifient aussi l'inclusion des

analyses après les opérations dans les services d'exécution d'ordres au motif qu'elles aident à prendre des décisions concernant le moment, l'endroit et les modalités appropriées à l'exécution d'une opération.

Un autre intervenant craint que la norme temporelle applicable aux « services d'exécution d'ordres », au sens de la règle de 2006 et de l'instruction de 2006, ne soit contraire à la pratique de longue date du secteur. Il estime que l'instruction de 2006 indique que les « services d'exécution d'ordres » désignent la saisie, le traitement ou la facilitation des ordres par un courtier, mais pas les autres outils fournis pour assister l'exécution des opérations, alors que, selon lui, les ACVM définissent habituellement l'exécution d'ordres plus largement, ce qui a conduit les participants au marché à instituer la pratique consistant à payer certains produits, comme les systèmes de gestion d'ordres, au moyen des courtages, car les conseillers en valeurs les utilisent pour modéliser, préparer et analyser les opérations potentielles avant de lancer un ordre.

Réponse

Nous avons clarifié la norme temporelle dans le projet d'instruction complémentaire en précisant que les biens et services directement liés à l'exécution d'ordres sont fournis ou utilisés entre le moment auquel le conseiller en valeurs prend une décision d'investissement (c'est-à-dire la décision d'acheter ou de vendre des titres) et le moment auquel l'opération est conclue. Nous avons supprimé les mots « réaliser une opération » des indications antérieures sur la norme temporelle, dont le point de départ tombait après le moment où la décision de faire un placement ou de réaliser une opération est prise, pour préciser que si un bien ou service aide le conseiller en valeurs à déterminer la façon, le moment ou l'endroit appropriés pour exécuter une opération, nous considérons qu'il fait partie du processus d'exécution d'ordres et qu'il est par conséquent visé par la norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres car il est directement lié à l'exécution d'ordres. Cela contribue à garantir la cohérence de la catégorisation des biens et services utilisés dans le processus d'exécution, que le conseiller s'en remette principalement au courtier pour prendre les décisions d'exécution, qu'il y contribue ou encore qu'il les prenne lui-même.

En outre, nous avons précisé dans le projet d'instruction complémentaire que, pour l'application du projet de règle, le terme « exécution d'ordres », comparativement à « services d'exécution d'ordres », désigne la saisie, le traitement ou la facilitation des ordres par un courtier ou un conseiller en valeur ayant accès direct au marché, à l'exclusion des autres biens et services servant à l'exécution des opérations, ces derniers pouvant être considérés comme des « services d'exécution d'ordres » s'ils sont directement liés à l'exécution d'ordres et respectent la norme temporelle. Cette précision sur la participation du conseiller en valeurs à la saisie, au traitement ou à la facilitation des ordres vise aussi la cohérence de la catégorisation des biens et services dans les cas où le conseiller exerce ces fonctions parce qu'il a un accès direct au marché et ne compte pas sur un courtier pour l'exécution.

La norme temporelle est peut-être différente de la norme de la SEC, mais nous ne jugeons pas que cela puisse causer des difficultés en ce qui concerne l'admissibilité de biens ou services particuliers dans les deux pays. Les seules différences qui devraient en résulter concerneraient plutôt la catégorisation des biens ou services admissibles. Par exemple, un bien considéré comme de la recherche en vertu de la norme temporelle de la SEC pourrait être considéré comme un service d'exécution d'ordres en vertu du projet de règle.

Expression « soft dollars »

Un intervenant déclare que, normalement, la définition de l'expression anglaise « soft dollars » ne comprend pas les services groupés et que le fait de désigner par le même terme ces services et les conventions conclues avec des tiers pourrait prêter à confusion.

Trois intervenants estiment que cette expression à une connotation négative parce le public l'utilise à mauvais escient et, qui pis est, parce qu'elle pourrait évoquer une conduite contraire à l'éthique ou illégale. Deux de ces intervenants notent que la FSA et la SEC ne l'utilisent plus.

Réponse

Le projet de règle ne modifie pas de façon importante les services visés par les accords de paiement indirect au moyen des courtages par rapport aux dispositions actuelles. Celles-ci visent expressément les services groupés car les définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « services reliés à la prise de décision d'investissement » contiennent toutes deux la mention « sans tenir compte du fait que ces services sont fournis par le courtier lui-même ou par un tiers ».

Toutefois, afin de réduire les risques de confusion sur ce point et de répondre aux autres réserves exprimées, nous avons modifié le projet de règle en supprimant l'expression « accords de paiement indirect au moyen des courtages ».

Opérations avec des apparentés comportant des paiement indirects au moyen des courtages

Un intervenant déclare qu'il ne faut pas autoriser le paiement de courtages à des apparentés et que les biens et services devraient être achetés au taux du marché au moyen des frais de gestion.

Réponse

Nous estimons qu'il est possible de régler adéquatement toute question liée aux opérations avec des apparentés comportant des accords de paiement indirect au moyen des courtages en fournissant de l'information. Les modifications apportées aux obligations d'information prévoient l'identification des entités du même groupe et l'indication des services qu'elles ont fournis.

Application du projet de règle aux sous-conseillers en valeurs

Un intervenant souhaite que l'on précise si le projet de règle s'appliquerait lorsqu'un conseiller en valeurs inscrit canadien a délégué de pleins pouvoirs en matière d'investissement à un membre étranger inscrit du même groupe.

D'autres intervenants émettent des réserves sur les difficultés ou les coûts entraînés par l'obtention d'information de sous-conseillers en valeurs pour respecter les obligations d'information.

Réponse

Comme l'indique l'article 2.1 du projet d'instruction complémentaire, le terme « conseiller en valeurs » désigne le conseiller en valeurs inscrit et le courtier en valeurs inscrit qui fournit des conseils mais est dispensé de l'inscription à titre de conseiller. Le sous-conseiller en valeurs étranger qui n'est pas tenu de s'inscrire au Canada en raison d'une dispense n'est donc pas assujéti au projet de règle.

En ce qui concerne l'information prévue par le projet de règle, le conseiller en valeurs inscrit dans une province dans laquelle le projet de règle a été pris serait tenu d'informer ses clients de l'utilisation de leurs courtages par les sous-conseillers en valeurs, que ces derniers soient inscrits dans une de ces provinces ou non; les obligations d'information portent sur l'utilisation des courtages.

Autres demandes de précisions

Un intervenant indique que certains conseillers en valeurs semblent croire qu'ils doivent limiter le montant de la recherche indépendante ou tarifée séparément, alors qu'ils

ne sont pas tenus de limiter le montant de recherche exclusive qu'ils obtiennent des courtiers dans le cadre des services groupés. Il estime qu'il serait utile que les ACVM fassent une déclaration selon laquelle cette limite n'existe pas et ne se justifie pas, et que le fait d'attribuer des pourcentages arbitraires à la recherche peut nuire à l'investisseur en bout de ligne.

Réponse

Dans l'avis accompagnant la règle de 2006, nous indiquions qu'il convient de permettre le versement de courtages à des tiers par les courtiers car cela apporte une flexibilité et favorise la recherche indépendante. Nous déclarions également que nous étions 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 fournisseur. Il ne faut pas interpréter ces déclarations comme voulant dire que les conseillers en valeurs devraient limiter le montant de la recherche indépendante ou tarifée séparément qu'ils achètent.

Liste des intervenants

1. Accountability Research Corporation
2. Fonds AGF inc.
3. Alternative Investment Management Association – Chapitre canadien
4. Baillie Gifford & Co.
5. Barclays Global Investors Canada Limited
6. British Columbia Investment Management Corporation
7. Bloomberg L.P.
8. BNY ConvergEx Group LLC
9. Canadian Advocacy Council
10. Association des banquiers canadiens
11. Capital International Asset Management (Canada) Inc.
12. CIBC

13. Commission Direct Inc.
14. L'Office d'investissement du RPC
15. Cumberland Private Wealth Management Inc.
16. Fidelity Investments Canada Limited
17. First Coverage Inc.
18. Greystone Managed Investments Inc.
19. Heathbridge Capital Management Ltd.
20. Highstreet Asset Management Inc.
21. Hillsdale Investment Management Inc.
22. Investment Adviser Association
23. Investment Counsel Association of Canada
24. Investment Company Institute
25. The Investment Funds Institute of Canada
26. IGM Financial Inc.
27. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
28. ITG Canada Corp.
29. Kenmar
30. McLean Budden Limited
31. National Society of Compliance Professionals Inc.
32. Pacific Capital Management Ltd.
33. Perimeter Financial Corp.
34. Phillips, Hager & North Investment Management Ltd.
35. Raymond James Ltd.

36. RBC Gestion d'actifs inc.
37. Reuters Canada Limited
38. Gestion de placement TD inc.
39. TD Newcrest
40. T. Rowe Price Associates, Inc.
41. Groupe TSX inc.
42. Veritas Investment Research Corporation
43. Wirth Associates Inc.

**NORME CANADIENNE 23-102 SUR LE
PAIEMENT DES SERVICES D'EXÉCUTION D'ORDRES ET DES SERVICES
DE RECHERCHE AU MOYEN DES COURTAGES**

Table des matières

PARTIE 1 DÉFINITIONS

1.1. Définitions

PARTIE 2 CHAMP D'APPLICATION

2.1. Champ d'application

PARTIE 3 PAIEMENTS AU MOYEN DES COURTAGES

3.1. Conseiller en valeurs

3.2. Courtier en valeurs inscrit

PARTIE 4 OBLIGATIONS D'INFORMATION

4.1. Information

PARTIE 5 DISPENSE

5.1. Dispense

PARTIE 6 DATE D'ENTRÉE EN VIGUEUR

6.1. Entrée en vigueur

**NORME CANADIENNE 23-102 SUR LE PAIEMENT DES SERVICES
D'EXÉCUTION D'ORDRES ET DES SERVICES DE RECHERCHE AU MOYEN
DES COURTAGES**

PARTIE 1 DÉFINITIONS

1.1. Définitions

Dans la présente règle, il faut entendre par :

« entité du même groupe » : une entité du même groupe au sens de l'article 1.3 de la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché*;

« compte géré sous mandat discrétionnaire » : un compte entièrement géré au sens de l'article 1.1 de la Norme canadienne 45-106 sur les *dispenses de prospectus et d'inscription*;

« courtages » : les courtages qui sont prélevés sur les comptes des clients ou les fonds d'investissement gérés par le conseiller en valeurs ou qui leur sont facturés;

« services de recherche » : les services suivants :

a) les conseils sur la valeur de titres et sur l'opportunité de les acquérir, de les vendre ou de les conserver;

b) les analyses ou rapports ayant pour objet des titres, une stratégie de portefeuille, des émetteurs, des branches d'activité ou des facteurs et tendances économiques ou politiques;

c) les bases de données et logiciels conçus principalement pour exécuter les services visés aux alinéas *a* et *b*.

« services d'exécution d'ordres » : les services suivants :

a) l'exécution d'ordres;

b) tout autre bien ou service directement lié à l'exécution d'ordres.

PARTIE 2 CHAMP D'APPLICATION

2.1. Champ d'application

La présente règle s'applique aux conseillers en valeurs et aux courtiers en valeurs inscrits relativement à toute opération sur titres où un courtier facture des frais de courtage

et qui est réalisée pour un fonds d'investissement, un compte géré sous mandat discrétionnaire ou tout autre compte ou portefeuille à l'égard duquel un conseiller exerce des pouvoirs discrétionnaires en matière d'investissement pour le compte de tiers bénéficiaires.

PARTIE 3 PAIEMENTS AU MOYEN DES COURTAGES

3.1. Conseiller en valeurs

1) 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 recherche au moyen des courtages ou d'une partie de ceux-ci.

2) Le conseiller en valeurs qui paie des services d'exécution d'ordres ou de recherche au moyen de courtages veille à ce que les conditions suivantes soient respectées :

a) les biens ou les services sont à l'avantage de ses clients;

b) il a établi de bonne foi que les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des services d'exécution d'ordre ou de recherche obtenus.

3.2. Courtier en valeurs inscrit

Le courtier en valeurs inscrit ne peut accepter de courtages ni en verser à un tiers aucune partie, si ce n'est en paiement de services d'exécution d'ordres ou de recherche.

PARTIE 4 OBLIGATIONS D'INFORMATION

4.1. Information

Le conseiller en valeurs qui paie au moyen de courtages, en tout ou partie, des biens et services autres que l'exécution d'ordres fournit l'information suivante à ses clients initialement, puis au moins une fois par an :

a) une description du processus de sélection des courtiers en valeurs en vue de la réalisation d'opérations sur titres, en indiquant les facteurs pris en considération à cette fin, notamment l'obtention de biens et de services en sus de l'exécution d'ordres, ainsi que les différences, le cas échéant, en ce qui concerne les courtiers qui sont des entités du même groupe;

b) une description de la nature des accords conclus pour le paiement des services d'exécution d'ordres ou de recherche au moyen des courtages;

c) le nom des courtiers et des tiers qui ont fourni des biens et services autres que l'exécution d'ordres en vertu de ces accords, ainsi que les types de biens et de services

fournis, en indiquant séparément chaque entité du même groupe et les types de biens et de services qu'elle a fournis;

d) les procédures permettant de vérifier que, avec le temps, tous les clients dont les courtages ont servi à payer ces biens et services auront tiré un avantage raisonnable de cette utilisation;

e) les méthodes utilisées pour établir si les courtages payés aux courtiers en valeurs en contrepartie des services d'exécution d'ordres ou de recherche obtenus sont généralement raisonnables;

f) le total des courtages payés par le client pendant la période visée;

g) selon un niveau de regroupement déterminé par le conseiller, le total des courtages payés pendant la période visée, accompagnés d'une estimation raisonnable, établie par le conseiller, de la partie de ces courtages qui représente le montant payé ou accumulé pour payer les biens et services autres que l'exécution d'ordres pendant cette période.

PARTIE 5 DISPENSE

5.1. Dispense

1) L'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières peut accorder une dispense de l'application de tout ou partie de la présente règle, sous réserve des conditions ou restrictions auxquelles la dispense peut être subordonnée.

2) Malgré le paragraphe 1, en Ontario, seul l'agent responsable peut accorder une telle dispense.

3) Sauf en Ontario, cette dispense est accordée conformément à la loi visée à l'Annexe B de la Norme canadienne 14-101, *Définitions*, vis-à-vis du nom du territoire intéressé.

PARTIE 6 DATE D'ENTRÉE EN VIGUEUR

6.1. Entrée en vigueur

La présente règle entre en vigueur six mois après son approbation.

**INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE RELATIVE À LA NORME CANADIENNE
23-102 SUR LE PAIEMENT DES SERVICES D'EXÉCUTION D'ORDRES ET DES
SERVICES DE RECHERCHE AU MOYEN DES COURTAGES**

Table des matières

PARTIE 1 INTRODUCTION

- 1.1. Introduction
- 1.2. Observations générales

PARTIE 2 CHAMP D'APPLICATION DU RÈGLEMENT

- 2.1. Champ d'application

PARTIE 3 SERVICES D'EXÉCUTION D'ORDRES ET SERVICES DE RECHERCHE

- 3.1. Définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « services de recherche »
- 3.2. Services d'exécution d'ordres
- 3.3. Services de recherche
- 3.4. Biens et services à usage mixte
- 3.5. Biens et services non autorisés

PARTIE 4 OBLIGATIONS DU CONSEILLER EN VALEURS ET DU COURTIER EN VALEURS INSCRIT

- 4.1. Obligations du conseiller en valeurs
- 4.2. Obligations du courtier en valeurs inscrit

PARTIE 5 OBLIGATIONS D'INFORMATION

- 5.1. Destinataire de l'information
- 5.2. Moment de la fourniture de l'information
- 5.3. Information adéquate
- 5.4. Forme de l'information

INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE RELATIVE À LA NORME CANADIENNE 23-102 SUR LE PAIEMENT DES SERVICES D'EXÉCUTION D'ORDRES ET DES SERVICES DE RECHERCHE AU MOYEN DES COURTAGES

PARTIE 1 INTRODUCTION

1.1. Introduction

La présente instruction complémentaire donne des indications concernant les dispositions de la Norme canadienne *23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages* (la « règle »). Elle traite notamment des points suivants :

- a) les objectifs visés par la règle;
- b) l'interprétation des termes et dispositions de la règle;
- c) la conformité à la règle.

1.2. Observations générales

Les courtiers en valeurs inscrits et conseillers en valeurs ont l'obligation d'agir avec honnêteté, bonne foi et loyauté envers leurs clients. En outre, la législation en valeurs mobilières de certains territoires impose aux sociétés de gestion d'organisme de placement collectif (« OPC ») l'obligation d'exercer toute la diligence et la compétence qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans les circonstances. La règle établit des paramètres plus précis pour l'utilisation des courtages, lesquels étant définis comme les courtages qui, en définitive, sont prélevés sur les comptes des clients ou les fonds d'investissement gérés par le conseiller en valeurs ou qui leur sont facturés. La règle impose également des obligations d'information aux conseillers en valeurs. La présente instruction complémentaire donne des indications sur *a)* les caractéristiques des biens et services pouvant être payés au moyen de courtages, ainsi que des exemples de biens et services autorisés ou non; *b)* les obligations des courtiers en valeurs inscrits et des conseillers en valeurs; *c)* les obligations d'information.

PARTIE 2 CHAMP D'APPLICATION DU RÈGLEMENT

2.1. Champ d'application

1) La règle s'applique aux courtiers en valeurs inscrits et aux conseillers en valeurs. Le terme « conseiller en valeurs » désigne le conseiller en valeurs inscrit et le courtier en valeurs inscrit qui fournit des conseils mais est dispensé de l'inscription à titre de conseiller. La règle régit certaines opérations sur titres dans lesquelles des paiements sont faits au moyen de courtages, conformément à l'article 2.1 de la règle. Le terme

« courtages » s'entend des commissions ou frais payés pour l'exécution d'une opération lorsque le prix payé pour le titre est indiqué clairement et séparément (par exemple lorsque le titre est coté ou qu'il existe un autre mécanisme indépendant de fixation du prix qui permet au conseiller de déterminer avec précision et objectivité le montant des commissions ou des frais facturés).

2) Le champ d'application est limité aux opérations où des courtages sont facturés parce qu'il est difficile, dans la pratique, de l'appliquer à des opérations comme les opérations pour compte propre lorsqu'il y a majoration. Les conseillers en valeurs qui obtiennent des biens et services autres que l'exécution d'ordres dans le cadre de ces opérations doivent toujours respecter leur obligation fiduciaire générale d'agir avec honnêteté, bonne foi et loyauté envers leurs clients, mais ils ne peuvent pas invoquer le règlement pour prouver qu'ils s'y sont conformés.

PARTIE 3 SERVICES D'EXÉCUTION D'ORDRES ET SERVICES DE RECHERCHE

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

1) Les définitions prévues à l'article 1.1 de la règle indiquent les caractéristiques générales des « services d'exécution d'ordres » et des « services de recherche ».

2) Les définitions ne précisent pas la forme des services (par exemple, électronique ou sur papier), car c'est le fond qu'il faut prendre en considération pour évaluer si les critères sont respectés.

3) Les responsabilités du conseiller en valeurs consistent notamment à établir s'il est possible de payer un bien ou un service donné, en tout ou partie, au moyen des courtages. Pour ce faire, il doit notamment, en vertu de la partie 3 de la règle, veiller à ce que le bien ou le service corresponde à la définition de « services d'exécution d'ordres » ou de « services de recherche » et qu'il soit à l'avantage de ses clients.

3.2. Services d'exécution d'ordres

1) En vertu de l'article 1.1 de la règle, les « services d'exécution d'ordres » comprennent l'exécution d'ordres à proprement parler ainsi que les autres biens et services directement liés à l'exécution d'ordres. Pour l'application de la règle, le terme « exécution d'ordres », comparativement à « services d'exécution d'ordres », désigne la saisie, le traitement ou la facilitation des ordres par un courtier ou un conseiller en valeur ayant un accès direct au marché, à l'exclusion des autres biens et services qui contribuent à l'exécution des opérations.

2) Pour être considérés comme directement liés à l'exécution d'ordres, les biens et services devraient généralement faire partie intégrante du processus d'exécution des opérations qui ont donné lieu au paiement des courtages. Une norme temporelle devrait être

respectée pour que seuls les biens et services utilisés par le conseiller en valeurs qui sont directement liés au processus d'exécution soient considérés comme des services d'exécution d'ordres. Par conséquent, nous considérons que les biens et services directement liés au processus d'exécution devraient être fournis ou utilisés entre le moment auquel le conseiller en valeurs prend une décision d'investissement (c'est-à-dire la décision de souscrire, d'acheter ou de vendre des titres) et le moment auquel l'opération est conclue. La conclusion de l'opération sur titres se produit lorsque le règlement est clair et irrévocable.

3) Par exemple, les services d'exécution d'ordres peuvent comprendre des conseils sur des opérations, notamment les conseils d'un courtier sur la façon, le moment ou l'endroit appropriés pour exécuter un ordre (dans la mesure où ils se rapportent à l'exécution d'un ordre précis et sont fournis après que le conseiller en valeurs a pris la décision d'investissement), des systèmes de gestion d'ordres (dans la mesure où ils aident à organiser ou effectuer les opérations), des logiciels de négociation algorithmique et des données du marché (dans la mesure où ils aident à exécuter les ordres), des analyses après les opérations portant sur des opérations antérieures (dans la mesure où elles servent à prendre une décision subséquente concernant la façon, le moment ou l'endroit appropriés pour passer un ordre) et les services de garde, de compensation et de règlement qui sont directement liés à l'ordre dont l'exécution a donné lieu au paiement de courtages.

3.3. Services de recherche

1) En vertu de la règle, les « services de recherche » s'entendent de conseils, d'analyses ou de rapports sur diverses questions relatives à des placements ainsi que des bases de données et des logiciels conçus pour exécuter ces services. Pour être admissibles, ces services devraient, de manière générale, traduire un raisonnement ou des connaissances et être liés aux éléments de la définition (c'est-à-dire des titres, des stratégies de portefeuille, etc.). Nous considérons également comme des services de recherche les bases de données et les logiciels utilisés par les conseillers en valeurs pour produire des avis, des analyses et des rapports internes ou remplacer la fourniture de conseils, d'analyses et de rapports par les courtiers, dans la mesure où ils se rapportent aux éléments de la définition. En outre, pour pouvoir être liée à l'exécution d'ordres, les services de recherche devraient être fournis ou utilisés avant que le conseiller en valeurs ne prenne la décision d'investissement.

2) Par exemple, les rapports de recherche usuels, les publications destinées à un public restreint et à des lecteurs ayant des intérêts spécialisés, les séminaires et les conférences (c'est-à-dire les droits d'inscription et non les frais accessoires comme les frais de déplacement, de séjour et de représentation) sont généralement considérés comme des services de recherche. Les bases de données et les logiciels qui pourraient être autorisés comme des services de recherche pourraient comprendre les logiciels d'analyse quantitative, les données du marché qui proviennent de listes de données ou de bases de données et qui ont été ou seront analysées ou manipulées pour aboutir à des conclusions significatives et éventuellement les systèmes de gestion d'ordres (dans la mesure où ils fournissent de la recherche ou y contribuent).

3.4. Biens et services à usage mixte

- 1) Les biens et services à usage mixte comportent certains éléments correspondant aux définitions de « services d'exécution d'ordres » ou de « services de recherche » et d'autres qui n'y correspondent pas ou ne respectent pas les dispositions de la partie 3 de la règle. Le conseiller en valeurs qui en obtient au moyen des courtages devrait répartir raisonnablement les courtages payés, en fonction de leur utilisation. Ainsi, le conseiller peut payer au moyen des courtages la partie du système de gestion d'ordres utilisée pour l'exécution d'ordres, mais il devrait payer lui-même toute partie du système qui est utilisée aux fins de la conformité, de la comptabilité ou de la tenue de dossiers.
- 2) Pour répartir les courtages de façon raisonnable, le conseiller en valeurs devrait faire une estimation de bonne foi étayée par une analyse factuelle de l'utilisation du bien ou service, ce qui peut nécessiter d'inférer les coûts relatifs des avantages relatifs. Les facteurs à prendre en considération peuvent être l'utilité relative du bien ou service et la durée de son utilisation à des fins autorisées ou non.
- 3) Le conseiller en valeurs devrait tenir des dossiers adéquats sur les répartitions.

3.5. Biens et services non autorisés

Nous considérons que certains biens et services sont clairement non autorisés en vertu de la règle parce qu'ils ne sont pas suffisamment liés aux opérations sur titres qui ont donné lieu au paiement des courtages. Les biens et services liés aux activités d'exploitation du conseiller en valeurs plutôt qu'à la fourniture de services à ses clients ne respectent pas les dispositions de la partie 3 de la règle. Il s'agit notamment du mobilier et du matériel de bureau (y compris le matériel informatique), des systèmes de surveillance ou de conformité des opérations, des services d'évaluation et de mesure de la performance des portefeuilles, des logiciels administratifs, des services juridiques et comptables liés à la gestion ou aux activités d'exploitation du conseiller en valeurs, des cotisations, des services de commercialisation et des services fournis par le personnel du conseiller en valeurs (par exemple, le paiement de salaires, notamment ceux des membres du personnel chargés de la recherche).

PARTIE 4 OBLIGATIONS DU CONSEILLER EN VALEURS ET DU COURTIER EN VALEURS INSCRIT

4.1. Obligations du conseiller en valeurs

- 1) En vertu du paragraphe 1 de l'article 3.1 de la règle, le conseiller en valeurs ne peut conclure aucun accord en vertu duquel une partie des courtages est utilisée à d'autres fins que le paiement de services d'exécution d'ordres ou de recherche, au sens de la règle. Les accords en question peuvent être officiels ou consensuels. Il peut notamment s'agir

d'accords consensuels concernant les biens et services d'un courtier en valeurs offrant des services groupés exclusifs.

2) En vertu du paragraphe 2 de l'article 3.1 de la règle, le conseiller en valeurs qui utilise les courtages pour payer des services d'exécution d'ordres ou de recherche doit respecter certaines conditions, et notamment veiller à ce que les services soient à l'avantage de ses clients. Pour être à l'avantage des clients, les biens et services devraient être utilisés de façon à apporter au conseiller l'assistance appropriée à la prise de décisions d'investissement ou à la réalisation d'opérations. Les biens ou services qui correspondent à la définition de services d'exécution d'ordre ou de services de recherche mais qui ne serviront pas à la prise de décisions d'investissement ou à la réalisation d'opérations ne devraient pas être payés au moyen des courtages. Le conseiller devrait être en mesure de démontrer que les biens et services payés au moyen des courtages lui apportent l'assistance appropriée.

3) Un service d'exécution d'ordres ou de recherche peut être à l'avantage de plusieurs clients et ne pas toujours bénéficier directement à chaque client dont les courtages ont servi à payer. Toutefois, le conseiller devrait se doter de politiques et de procédures appropriées pour faire en sorte que les clients dont les courtages ont servi à payer ces biens et services en ont tiré un avantage équitable et raisonnable.

4) En vertu de l'alinéa *b* du paragraphe 2 de l'article 3.1 de la règle, le conseiller doit également établir de bonne foi que les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des services d'exécution d'ordres et de recherche obtenus. Il peut le faire à l'égard d'une opération en particulier ou de ses responsabilités générales envers les comptes des clients. Le critère pertinent est le caractère raisonnable du montant des courtages payés, compte tenu des services d'exécution d'ordres ou de recherche obtenus et utilisés par le conseiller. Le conseiller qui, parce qu'il paie des courtages, se voit offrir ou obtient des biens ou services non sollicités qu'il n'utilise pas n'enfreint pas cette obligation s'il ne les inclut pas dans son évaluation de la valeur obtenue en contrepartie des courtages. Si toutefois il se sert de ces biens et services ou considère que leur disponibilité est un facteur de sélection des courtiers, il devrait les inclure dans son évaluation de la valeur obtenue. La valeur obtenue n'est pas raisonnable, compte tenue des courtages payés, lorsque, par exemple, le conseiller a accepté un taux de commission pour services groupés sans négocier un taux ne couvrant que l'exécution, s'il ne comptait sur le courtier que pour l'exécution.

4.2. Obligations du courtier en valeurs inscrit

L'article 3.2 de la règle précise que le courtier en valeurs inscrit ne peut facturer et accepter de courtages que pour les services d'exécution d'ordres et de recherche. En outre, il peut verser une partie de ces courtages, selon les instructions du conseiller en valeurs qui en bénéficie, à un tiers qui fournit des services d'exécution d'ordres ou de recherche.

PARTIE 5 OBLIGATIONS D'INFORMATION

5.1. Destinataire de l'information

En vertu des dispositions de la partie 4 de la règle, le conseiller en valeurs qui paie au moyen de courtages, en tout ou partie, des biens et services autres que l'exécution d'ordres doit fournir certains éléments d'information à ses clients. Le destinataire de l'information est généralement la partie avec laquelle il a signé un contrat de fourniture de conseils. Par exemple, pour le conseiller en valeur d'un fonds d'investissement, le client est généralement le fonds d'investissement, à moins que le conseiller n'en soit également le fiduciaire ou la société de gestion ou qu'il n'appartienne au même groupe que le fiduciaire ou la société de gestion du fonds, auquel cas il devrait déterminer si sa relation avec le fonds présente, en vertu de la Norme canadienne *81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*, une question de conflit d'intérêts qu'il faudrait soumettre au comité d'examen indépendant établi conformément à cette règle, et s'il ne vaudrait pas mieux présenter l'information à celui-ci.

5.2. Moment de la fourniture de l'information

1) En vertu de la partie 4 de la règle, le conseiller en valeurs doit fournir de l'information à ses clients initialement et périodiquement. Il devrait donner l'information initiale à chaque client avant de commencer à traiter avec lui, puis lui fournir de l'information au moins une fois par an. Le moment choisi pour fournir l'information périodique devrait être le même d'une période à l'autre.

2) En ce qui concerne les clients existants à la date d'entrée en vigueur de la règle, le conseiller en valeurs devrait fournir l'information initiale dans les six mois suivant cette date. S'il fournit la première information périodique à ses clients avant la fin de ce délai, il n'a pas à fournir l'information initiale. L'information initiale à fournir à ces clients peut se limiter à l'information prévue aux alinéas *a* à *e* de l'article 4.1 de la règle.

5.3. Information adéquate

1) Pour l'application de l'article 4.1 de la règle, l'obligation du conseiller en valeur de fournir de l'information sur l'utilisation des courtages vise également l'utilisation des courtages par ses sous-conseillers.

2) Pour l'application de l'alinéa *b* de l'article 4.1 de la règle, l'information sur la nature des accords relatifs à l'utilisation des courtages devrait indiquer si le conseiller en valeurs ou ses sous-conseillers ont conclu de tels accords et si ces derniers concernent des biens et services fournis directement par un courtier ou par un tiers. Elle devrait également contenir une description des modalités générales selon lesquelles les courtages sont facturés et utilisés pour payer des services d'exécution d'ordres et de recherche en vertu de ces accords.

3) Pour l'application de l'alinéa *c* de l'article 4.1 de la règle, l'information sur les types de biens et services devrait comporter une description adéquate des biens et services obtenus (par exemple, des logiciels de négociation algorithmique, des rapports de recherche ou des conseils concernant des opérations). Il n'est pas nécessaire d'associer à chaque courtier ou tiers les types de biens et services obtenus, sauf dans le cas des biens et services fournis par des entités du même groupe. Les entités du même groupe et les types de biens et services qu'elles ont fournis devraient être indiqués séparément. L'information prévue à l'alinéa *c* de l'article 4.1 de la règle peut être donnée au niveau de la société ou en fonction du niveau de regroupement ou de ventilation des courtages présenté en vertu de l'alinéa *g* de l'article 4.1 de la règle, selon la fiabilité de l'information à un autre niveau que celui de la société.

4) Pour l'application de l'alinéa *g* de l'article 4.1 de la règle, la présentation du total des courtages payés par le conseiller en valeurs pendant la période visée devrait tenir compte du niveau de regroupement ou de ventilation de l'information sur les courtages qui est nécessaire pour donner au client suffisamment d'information à propos de l'utilisation des courtages. Par exemple, les conseillers en valeurs qui n'offrent que des comptes en gestion privée peuvent présenter l'information au niveau de la société. Ceux qui s'occupent de plusieurs types de comptes (par exemple des OPC, des comptes gérés par des sous-conseillers et des comptes en gestion privée) peuvent regrouper l'information sur chaque type de compte. Les conseillers qui estiment que cela est justifié peuvent fournir une ventilation plus fine. Par exemple, si les destinataires sont des OPC, il y a peut-être lieu de ventiler l'information par OPC et non pour tous les OPC. Les conseillers qui fournissent une ventilation devraient aussi donner de l'information sur l'ensemble de la société.

5) Sauf indication contraire du paragraphe 2 de l'article 5.2 de la présente instruction complémentaire, pour que l'information fournie initialement en vertu de l'article 4.1 de la règle soit considérée comme adéquate et conforme aux alinéas *a* à *e* et *g* de cet article, le conseiller en valeurs devrait fournir à ses clients l'information périodique la plus récente qu'il a fournie à ses clients existants.

6) Le conseiller en valeurs devrait fournir toute information supplémentaire qu'il juge utile pour ses clients. Par exemple, il peut trouver utile de leur présenter une ventilation des montants à fournir en vertu de l'alinéa *g* de l'article 4.1 de la règle entre les services de recherche et les autres biens ou services directement liés à l'exécution des ordres. Il pourrait aussi fournir une ventilation plus fine qui est exigée dans un autre pays.

5.4. Forme de l'information

La partie 4 de la règle ne précise pas la forme que doit prendre l'information. Le conseiller en valeurs peut la déterminer en fonction des besoins de ses clients, mais il devrait fournir l'information avec l'information initiale et périodique relative à la gestion et à la performance du compte ou du portefeuille. En ce qui concerne les comptes et les portefeuilles gérés, l'information initiale peut être donnée dans un supplément de la

convention de gestion ou du formulaire d'ouverture de compte, et l'information périodique, dans un supplément de l'état du portefeuille.