The background features a dark blue gradient with vertical lines and various data visualizations. On the left, there are snippets of JavaScript code, including 'MutationObserver' and 'observe' methods. On the right, there are bar charts and line graphs with numerical values such as '2.479M', '30.442M', '188.736K', '1.445M', and '507.523M'. The main text is centered and reads:

UNE QUESTION D'ÉQUILIBRE : AMÉLIORER LA RÉGLEMENTATION SANS COMPROMETTRE L'ACCÈS AUX SERVICES FINANCIERS AU CANADA

Par Amy Crews Cutts, Ph. D., CBE®

Mai 2023

Résumé

Les organismes de réglementation canadiens ont une occasion unique de comprendre pleinement les répercussions potentielles des modifications apportées à la réglementation des services financiers, à l'instar de ce qui s'est fait dans d'autres pays ces dernières années.

Les propositions à l'étude au Canada visent à accroître la transparence et à améliorer les compétences des conseillers et des planificateurs financiers, à réduire les risques, de manière à améliorer la situation des investisseurs et des consommateurs canadiens. Depuis la crise financière mondiale de 2008, les organismes de réglementation d'autres pays ont adopté des mesures similaires, ce qui permet aux décideurs politiques canadiens de s'inspirer de ces pays pour éviter les retombées imprévues lorsqu'ils établissent leurs propres politiques.

Les fonds communs de placement et les fonds distincts sont depuis longtemps considérés comme des instruments fiables pour renforcer la confiance dans la sécurité de la retraite. Ils sont également populaires et accessibles à l'ensemble du marché. Toutefois, pour une grande partie de la population canadienne, le manque de conseils financiers est un obstacle majeur à l'accès aux investissements financiers. En outre, les ménages canadiens sous-investissent dans des actifs d'investissement : ils conservent un tiers de leurs actifs financiers investissables sous forme d'encaisse et de dépôts plutôt que sous forme d'actifs générateurs de richesse. Les résultats de récents sondages indiquent également que les Canadiennes et Canadiens font appel à des conseillers non seulement pour obtenir des conseils en matière de placements, mais aussi pour répondre à une multitude de besoins financiers, notamment pour les aider à se fixer des objectifs financiers à long terme, ce qui accroît la valeur qu'ils retirent des conseils financiers¹.

Depuis 2013, la Financial Conduct Authority (FCA), principal organisme de réglementation financier au Royaume-Uni, a apporté des modifications importantes aux dispositions régissant les conseillers financiers et leur rémunération. Si le pays a réussi à améliorer les compétences et l'expertise des conseillers financiers, cela s'est fait au prix d'une augmentation des frais généraux facturés aux investisseurs, d'une hausse importante de la taille minimale du portefeuille nécessaire pour que les clients puissent obtenir des conseils et de la perte d'accès à des conseils financiers pour des millions de petits investisseurs et d'investisseurs potentiels².

Les délibérations en cours au Canada sur les commissions des conseillers pour les fonds communs de placement et les fonds distincts, à l'instar des règlements mis en œuvre au Royaume-Uni, risquent de limiter l'accès aux conseils financiers et, pire encore, de décourager des millions de Canadiennes et Canadiens de se constituer un patrimoine, en particulier ceux qui ont des moyens financiers limités. Associées à l'augmentation des coûts de la conformité réglementaire, les restrictions en matière de rémunération inciteront davantage les conseillers³ à se concentrer sur les investisseurs fortunés et à renoncer au marché de masse.

Il existe une forte corrélation entre le recours aux services d'un conseiller, l'adoption de saines habitudes financières et la réussite financière. Les personnes sans conseiller sont moins susceptibles d'épargner, de profiter des avantages fiscaux et d'investir⁴.

¹ Brondesbury-Golfdale Research, « Mutual Fund and Segregated Fund Owners in Canada » (Détenneurs de fonds communs de placement et de fonds distincts au Canada, consulté en 2022).

² Les défis posés par le manque de conseils financiers pour le marché de masse au Royaume-Uni ont fait l'objet d'une attention particulière ces dernières années. Au Royaume-Uni, un rapport de la Financial Conduct Authority (FCA) a révélé que de nombreux conseillers financiers avaient cessé de prodiguer des conseils à leurs clients depuis 2012, laissant potentiellement des millions de personnes sans accès à des conseils financiers. <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/evaluation-of-the-impact-of-the-rdr-and-famr.pdf>.

³ Le terme « conseiller » a été utilisé de manière générique dans le document pour décrire les personnes autorisées à fournir des services et des conseils financiers. Il a été utilisé dans la description des réformes et de leurs résultats au Royaume-Uni, conformément à leur usage, ainsi que dans les titres des études citées en référence.

⁴ CANADA FINANCIAL SECURITY MONITOR, consulté en novembre 2022 ([rapport disponible ici](#)).

Introduction

Pour prodiguer des conseils en matière d'investissements financiers à leurs clients, les conseillers et leur entreprise doivent déployer beaucoup d'efforts et assumer des coûts initiaux considérables. Il faut consacrer temps et argent à la formation, à la délivrance de permis, à l'intégration des conseillers et à la prestation de services aux clients dans un environnement réglementaire complexe. Les conseillers doivent travailler encore plus fort lorsqu'ils ont des nouveaux clients, car ils doivent établir une relation avec eux et comprendre leurs besoins. Ils doivent être dûment rémunérés dès le départ pour les efforts qu'ils déploieront et les coûts qu'ils assumeront. Il existe de nombreux modèles de rémunération utilisés efficacement au Canada et dans le monde entier.

Le défi pour les clients est de comprendre la valeur du conseil financier dans leur parcours d'investissement, de savoir comment trouver un conseiller qualifié et digne de confiance ainsi que d'évaluer le coût réel par rapport à la valeur des services qu'ils reçoivent. Pour les organismes de réglementation, ce défi consiste à s'assurer que les conseillers disposent des compétences et de la formation appropriées et qu'ils sont encouragés à agir dans l'intérêt de leurs clients. Les organismes de réglementation doivent également veiller à ce que les produits financiers ne soient pas abusifs, à ce que les marchés financiers fonctionnent efficacement et à ce qu'ils favorisent l'inclusion financière.

Depuis la crise financière mondiale de 2008, les organismes de réglementation et les législateurs du monde entier se sont efforcés le plus possible d'atténuer l'asymétrie de l'information⁵ et les risques moraux⁶ pour les investisseurs. Les pratiques abusives ont été restreintes ou proscrites, les exigences en matière d'information ont été renforcées et des responsabilités de type fiduciaire ou devoir de diligence ont été introduites. Certains pays ont mis l'accent sur les exigences de délivrance de permis aux conseillers et aux planificateurs financiers et sur leur obligation de servir les clients, tandis que d'autres se sont concentrés sur la réglementation des produits financiers ou sur une combinaison de ces deux approches.

Le Canada examine sa structure réglementaire avec le recul nécessaire et se trouve dans une position unique pour élaborer une politique fondée sur l'expérience d'autres pays. On pourrait ainsi réduire au minimum les retombées imprévues de la réforme réglementaire. De récents règlements au Canada interdisent certains modèles de rémunération et des projets de règlements visent à en éliminer d'autres. Étant donné que des mesures réglementaires similaires ont déjà été adoptées au Royaume-Uni, il est possible d'examiner l'incidence des propositions du Canada tant sur le plan théorique que pratique.

Il existe une forte corrélation entre le recours aux services d'un conseiller et l'adoption de saines habitudes financières. Les personnes sans conseiller sont moins susceptibles d'épargner, de profiter des avantages fiscaux et d'investir leur épargne.

⁵ Lorsque l'une des parties concernées par une opération dispose de plus de renseignements que l'autre et peut les utiliser à son avantage contre l'autre partie.

⁶ Un manque d'incitation à se prémunir contre le risque lorsque l'on est protégé de ses conséquences, par exemple par une assurance.

Réglementation sur les actifs et les conseils financiers au Canada

Le Canada dispose d'un système constitutionnel fédéral fondé sur une répartition explicite des pouvoirs dans la *Loi constitutionnelle de 1982*⁷. Selon la constitution, le gouvernement du Canada est habilité à traiter certaines questions, telles que la réglementation bancaire, tandis que d'autres relèvent de la compétence des provinces et des territoires, comme la réglementation du courtage en valeurs mobilières. La réglementation des compagnies d'assurance relève à la fois de la compétence fédérale et de celle des provinces et des territoires.

Ces dernières années, le gouvernement canadien a tenté de créer un organisme national de réglementation pour superviser la réglementation des valeurs mobilières, mais les tribunaux ont bloqué cette initiative en raison d'une absence d'autorité constitutionnelle. Bien que les efforts visant à mettre en place une structure officielle aient échoué, le Canada bénéficie d'une coordination de l'élaboration des règles entre les provinces et les territoires par l'entremise de plusieurs organismes de réglementation coopératifs : le Conseil canadien des responsables de la réglementation d'assurance (CCRRA), les Organismes canadiens de réglementation en assurance (OCRA) et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). Ils proposent des règles, sollicitent des commentaires à leur sujet et formulent des recommandations politiques en vue de leur adoption par les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux.

Les ACVM ont adopté plusieurs dispositions essentielles concernant les services d'investissement. On compte notamment les suivantes :

Règles sur les conflits d'intérêts : Les cabinets et les conseillers inscrits sont tenus de traiter les conflits d'intérêts sérieux pour servir au mieux les clients et de les informer de la manière dont ces conflits sont traités. Les renseignements doivent être communiqués en temps utile et dans un langage clair et compréhensible.

Obligation de connaissance du produit : Les cabinets et les conseillers en placements doivent prendre des mesures raisonnables pour comprendre les valeurs mobilières qu'ils vendent ou recommandent à leurs clients, notamment en tenant compte des caractéristiques, de la structure, des risques et des coûts du produit ainsi que de l'éventail des solutions possibles.

Obligation de connaissance du client : Les cabinets et les conseillers en placements doivent documenter les renseignements essentiels concernant la situation personnelle et financière des clients, leurs objectifs de placement, leur tolérance au risque, leur horizon prévisionnel et leur capacité financière à supporter des pertes (capacité de risque). Il faut ensuite examiner les résultats avec les clients. Ces changements visent à recommander des produits d'investissement adaptés. Les conseillers doivent également prendre des mesures raisonnables pour mettre régulièrement à jour les renseignements sur les clients chaque fois qu'il y a un changement important dans leurs circonstances ou leur situation financière.

Information initiale sur le compte : Les cabinets et les conseillers en placements doivent fournir des renseignements sur les conditions du compte ouvert qui sont potentiellement importantes. Il s'agit notamment des restrictions, des coûts d'investissement (y compris les effets composés) et des limitations relatives aux produits et aux services offerts (par exemple si les clients ne se verront offrir que des produits exclusifs qui ne peuvent pas être transférés en nature à un autre courtier).

Le CCRRA et l'OCRA ont proposé des règlements similaires pour les fonds distincts, un contrat de rente offert par une compagnie d'assurance dans lequel les primes de l'investisseur sont placées dans des fonds gérés par la compagnie d'assurance-vie, mais séparés du reste des actifs de la compagnie. La valeur du régime varie en fonction de la valeur de ces placements, mais l'investisseur est assuré de recevoir au moins 75 % du montant versé dans le régime en cas de décès ou de vente, même si la valeur des placements a baissé. Les investisseurs bénéficient également d'autres avantages de l'assurance-vie, tels que la protection de la succession. Les compagnies qui proposent des fonds distincts peuvent offrir d'autres avantages supplémentaires. Les investisseurs peuvent modifier la composition de leur placement entre les différents actifs offerts par l'émetteur du fonds distinct sans encourir de frais supplémentaires.

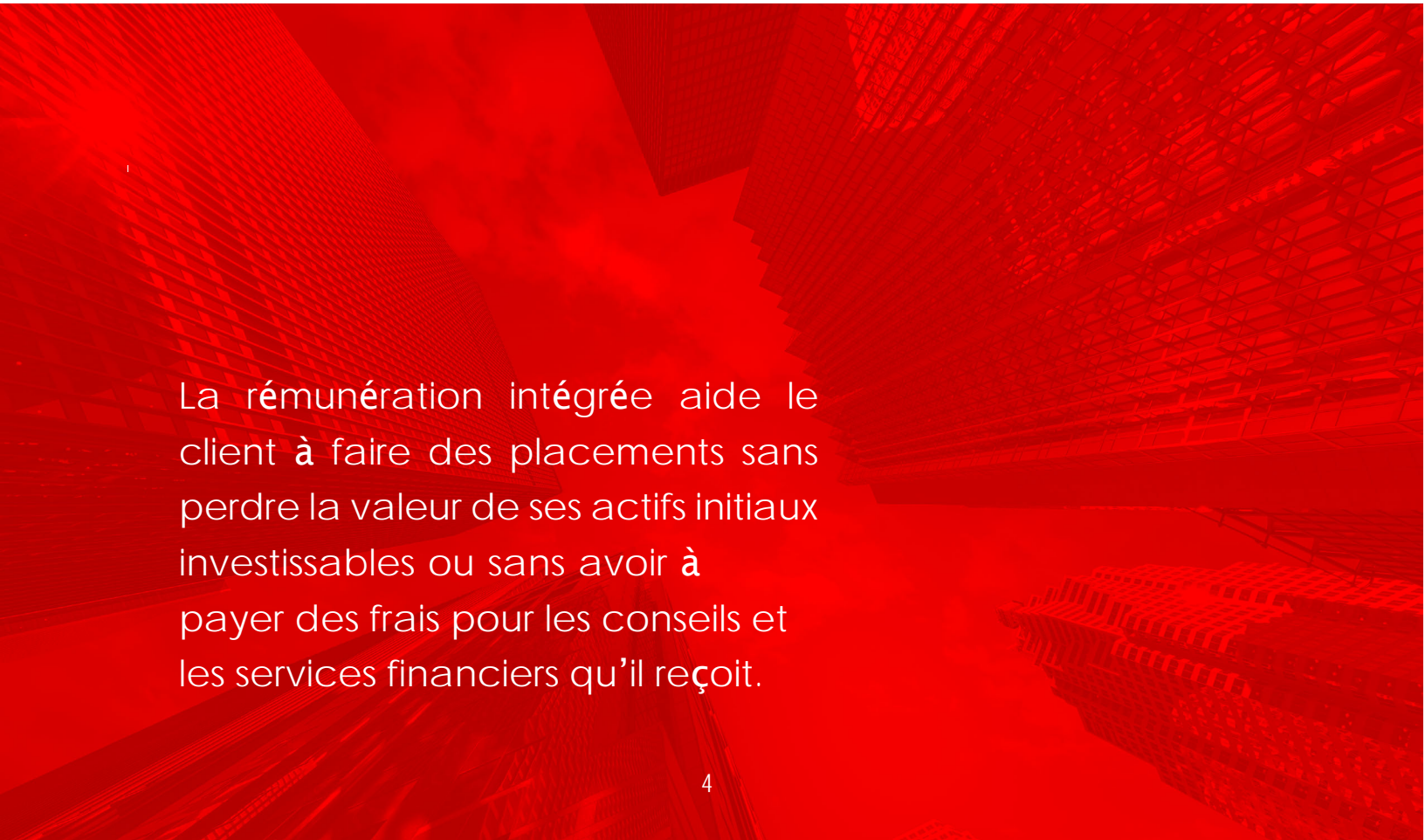
⁷ Loi constitutionnelle de 1982, Annexe B de la Loi de 1982 sur le Canada (R-U), 1982, c 11

Les modifications suivantes concernent particulièrement les fonds distincts :

Interdiction des frais de souscription reportés pour les fonds distincts : Les organismes de réglementation ont recommandé aux émetteurs de cesser d'utiliser les frais de souscription reportés pour les nouvelles ventes à partir de juin 2022 jusqu'à leur élimination complète d'ici juin 2023.

Proposition de modifications à la rémunération des fonds distincts : Les propositions vont de la divulgation de renseignements supplémentaires sur les frais des fonds aux investisseurs potentiels à l'interdiction de tous les frais intégrés et de toutes les rétrofacturations pour les conseillers.

Ces modifications visent à accroître l'équité et la transparence pour les investisseurs de fonds distincts et à uniformiser les règles du jeu entre les différents types de placements pour les investisseurs canadiens. Si bon nombre de ces modifications sont soutenues par le secteur, l'interdiction de toute rémunération intégrée est controversée et considérée comme un obstacle à la prestation de services aux Canadiennes et Canadiens à revenus modestes. La rémunération intégrée aide le client à faire des placements sans perdre la valeur de ses actifs initiaux investissables ou sans avoir à payer des frais pour les conseils et les services financiers qu'il reçoit. Le CCRRA a sollicité des commentaires sur ces questions et ci-dessous, nous analysons les répercussions de la réglementation financière pour le Canada et le Royaume-Uni.

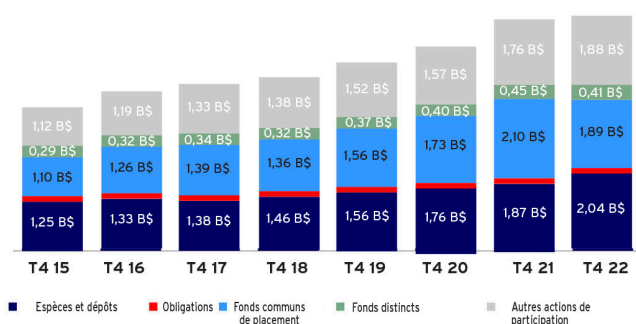


La rémunération intégrée aide le client à faire des placements sans perdre la valeur de ses actifs initiaux investissables ou sans avoir à payer des frais pour les conseils et les services financiers qu'il reçoit.

Investissements des ménages canadiens aujourd'hui

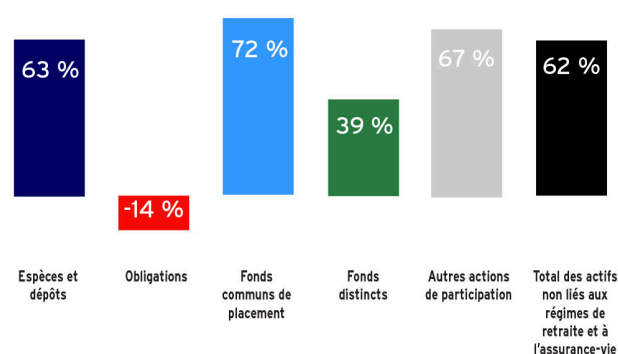
Les ménages canadiens ont accumulé 6,3 billions de dollars d'actifs financiers non liés à des régimes de retraite ou à des polices d'assurance-vie (annexe 1). La classe d'actifs la plus importante est celle des espèces et des dépôts, d'une valeur de 2 billions de dollars. Les actions de participation des fonds communs de placement et des autres fonds s'élèvent à peu près au même montant, soit 1,9 billion de dollars chacune. Les fonds distincts représentent 0,4 billion de dollars et les obligations et autres valeurs à revenu fixe représentent les 0,1 billion de dollars restants⁸.

Annexe 1 : Total des actifs financiers non liés aux régimes de retraite et à l'assurance-vie détenus par les ménages canadiens



Source : Statistique Canada (tableau des Comptes du bilan national : 36-10-0580-01); Association canadienne des compagnies d'assurances de personnes (Faits sur les assurances de personnes au Canada, édition 2022). Remarque : Les fonds distincts de 2022 sont estimés par l'auteur.

Annexe 2 : Croissance totale de 2015 à 2022 des actifs financiers non liés aux régimes de retraite et à l'assurance-vie détenus par les ménages canadiens



Source : Statistique Canada (tableau des Comptes du bilan national : 36-10-0580-01); Association canadienne des compagnies d'assurances de personnes (Faits sur les assurances de personnes au Canada, édition 2022). Remarque : Les fonds distincts de 2022 sont estimés par l'auteur.

La croissance des actifs financiers détenus est attribuée à l'augmentation des placements ou de l'épargne ainsi qu'à la croissance de la valeur des actifs sous-jacents. De 2015 à 2022, les actifs financiers non liés aux régimes de retraite et à l'assurance-vie ont augmenté de 62 % (annexe 2). En raison du resserrement monétaire des banques centrales mondiales en 2022, les détentions d'obligations ont perdu de la valeur, et la valeur marchande des obligations a chuté suffisamment pour qu'on enregistre une perte durant cette période.

Au cours des sept dernières années, les ménages canadiens ont épargné près de 800 milliards de dollars sous forme de devises ou d'autres dépôts. Ils détiendront un tiers de leurs actifs investissables sous forme d'encaisse à la fin de 2022. Au cours de cette période, l'inflation a réduit la valeur de l'encaisse détenue et les taux d'intérêt bancaires sur les dépôts étaient inférieurs à 1 %⁹.

Imaginons que, au lieu de faire fructifier leur encaisse comme ils l'ont fait entre 2015 et 2022 à un taux annualisé de 7,2 %, les ménages canadiens aient fait croître leur encaisse de seulement 3 % par an et investi le reste dans un portefeuille diversifié? Selon une estimation approximative pour cette période, un portefeuille équilibré aurait un rendement annuel moyen de 4 à 8 %, en tenant compte des rendements positifs et négatifs au cours d'une année donnée (y compris en 2022, lorsque l'indice S&P/TSX 300 a perdu 9 %). Avec un rendement moyen de 5 % par an, à la fin de la période, les avoirs globaux en actifs financiers auraient été supérieures de 120 milliards de dollars (déduction faite des 72 milliards de dollars d'encaisse convertie en placements). Dans un fonds générant 7 % par an, les avoirs globaux auraient été supérieures de 173 milliards de dollars.

⁸ Statistique Canada (tableau des Comptes du bilan national : 36-10-0580-01).

⁹ <https://www.banqueducanada.ca/taux/taux-dinteret/taux-de-rendement-du-marche-monnaire/>, calculé selon le taux du financement à un jour du marché monétaire.

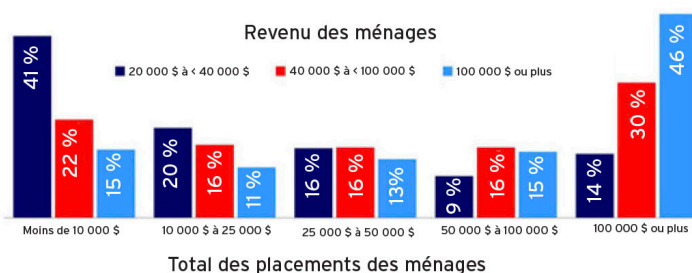
Le coût de l'absence d'investissement dans des instruments financiers qui génèrent une richesse croissante au fil du temps est énorme pour les ménages. À mesure que les régimes de pension à prestations déterminées sont remplacés par des cotisations déterminées et que l'inflation fait fondre la valeur marchande, la charge qui pèse sur les ménages en matière de préparation à la retraite s'alourdit. Selon un sondage de BMO Groupe financier, seulement 44 % de la population canadienne estime avoir suffisamment d'économies pour leur retraite, ce qui représente une baisse de 10 % depuis 2020. Les répondants ont indiqué avoir besoin de 1,6 million de dollars en moyenne pour prendre une retraite confortable, soit une hausse de 12 % par rapport à l'année précédente¹⁰. Au total, 63 % des personnes interrogées déclarent avoir un compte d'épargne libre d'impôt (CELI), mais la plupart de ces comptes (56 % des répondants) contiennent des liquidités non investies et seulement la moitié des Canadiennes et Canadiens (49 %) savent que les CELI peuvent contenir des placements aussi bien que des liquidités. Une grande partie des fonds investissables ne fructifie donc pas¹¹.

Dans le cadre d'un sondage effectué à la fin de 2022, Primerica a interrogé plus de 3 000 ménages canadiens à propos de leurs investissements dans des fonds communs de placement et des fonds distincts et leur ont demandé si un conseiller les a aidés à faire ces investissements ou des investissements antérieurs¹². Cette étude s'est concentrée uniquement sur les adultes canadiens qui détiennent actuellement ou ont déjà détenu des fonds communs de placement ou des fonds distincts, tous niveaux de revenus confondus.

Le sondage a révélé une forte corrélation entre le revenu annuel et le total des investissements dans des fonds communs de placement, dans des fonds négociés en bourse (FNB) et dans des fonds distincts. Parmi les ménages d'investisseurs à revenu faible à moyen (entre 20 000 et 40 000 dollars par an), 41 % ont déclaré avoir des placements totaux inférieurs à 10 000 dollars (annexe 3). Cependant, parmi

les ménages d'investisseurs gagnant au moins 100 000 dollars, 15 % ont déclaré qu'ils avaient eux aussi des placements totaux inférieurs à 10 000 dollars. À l'autre extrémité de l'échelle des actifs, 46 % des investisseurs à revenu élevé disposent de placements totalisant au moins 100 000 dollars, tandis que seuls 14 % des ménages d'investisseurs à revenu faible à moyen disposent de portefeuilles de cette ampleur. Il est important de noter qu'une part importante des fonds de placement est détenue par des Canadiennes et Canadiens à revenu modeste.

Annexe 3 : Total des fonds de placement détenus (fonds communs de placement, FNB et fonds distincts) selon le revenu des ménages au Canada



Source : Brondesbury-Golfdale Research, 2022.

Le coût de l'absence d'investissement dans des instruments financiers qui génèrent une richesse croissante au fil du temps est énorme pour les ménages.

¹⁰ Sondage de BMO Groupe financier sur la retraite, 2022, disponible à l'adresse <https://nouvelles.bmo.com/2022-02-14-Selon-le-sondage-annuel-de-BMO-sur-la-retraite-le-montant-moyen-dont-les-Canadiens-estiment-avoir-besoin-pour-prendre-leur-retraite-a-cru-de-12-pour-cent-mais-moins-de-la-moitie-sont-convaincus-qu'ils-auront-assez-d'argent-pour-latteindre>.

¹¹ Sondage de BMO Groupe financier sur la retraite, 2022, disponible à l'adresse <https://nouvelles.bmo.com/2022-01-11-Selon-un-sondage-de-BMO-sur-lepargne-les-liquidites-ont-la-cote-dans-les-CELI-nombre-de-Canadiens-ne-profitent-pas-des-rendements-plus-eleves-des-placements-a-plus-long-terme>.

¹² Idem, note de bas de page 1.

Comment les Canadiennes et Canadiens bénéficient-ils des conseils?

Les conseillers peuvent contribuer à améliorer le rendement moyen des placements (le « facteur alpha » de l'investissement) et à réduire la volatilité (le « facteur bêta » de l'investissement), tout en offrant soutien et conseils peu importe la situation (le « facteur gamma »). Si l'on se limite au facteur alpha, il peut s'avérer difficile de justifier le recours aux services d'un conseiller au-delà d'une situation complexe occasionnelle, car peu de gestionnaires de fonds parviennent à surpasser les indices comparatifs sur des périodes prolongées. Cependant, si nous adoptons une approche globale pour mesurer la valeur des conseillers par rapport à la richesse des ménages, les résultats sont largement en faveur des services d'un conseiller pour tout investisseur, quelle que soit sa richesse.

Trois études universitaires complémentaires menées par des chercheurs du CIRANO ont examiné la valeur des conseils au moyen d'analyses statistiques fiables effectuées auprès de groupes interrogés sur le terrain en 2010, 2014 et 2018¹³. Ces recherches étaient uniques à plusieurs égards et ont permis de dégager les conclusions suivantes :

Sur le long terme, les personnes bénéficiant des services d'un conseiller avaient des gains plus importants que les Canadiennes et Canadiens sans conseiller. Sur une période de 15 ans, le groupe conseillé disposait de 2,7 fois plus d'actifs que le groupe non conseillé.

La différence majeure sur le plan statistique dans les gains provient d'une plus grande discipline en matière d'épargne et d'une répartition plus importante dans des placements autres qu'en espèces parmi les ménages conseillés. Il s'agit du facteur gamma de l'investissement. De même, une autre étude de 2013 révèle que la discipline entre matière de soutien et d'épargne du facteur gamma représente à elle seule 159 points de base (1,6 %) sur la base d'un rendement annualisé¹⁴. Cette conclusion est particulièrement importante pour les investisseurs qui commencent avec de petits portefeuilles de placements.

Les investisseurs préfèrent faire appel aux services des conseillers plutôt que d'être sollicités par ces derniers. Une étude menée en 2022 auprès d'investisseurs en fonds communs de placement et en fonds distincts corrobore ce résultat¹⁵. Cette conclusion est essentielle, car elle contredit l'un des principaux arguments en faveur d'une réglementation plus stricte des conseillers financiers, à savoir qu'il appartient aux conseillers de rechercher des clients, ce qui les mène à offrir des conseils au détriment des investisseurs et, pire encore, les place dans une situation de conflit d'intérêts.

En comparant les réponses de l'étude de 2014 à celles de 2010, puis de 2018 à celles de l'échantillon de 2014, les chercheurs ont pu déterminer les conséquences du début ou de la fin d'une relation avec un conseiller sur l'accumulation des actifs. Ils ont estimé que les personnes interrogées qui avaient recours aux services d'un conseiller lors de la première période de quatre ans, mais qui mettaient un terme à la relation lors de la deuxième période de quatre ans, perdaient aux moins 90 000 dollars de plus par rapport aux ménages qui avaient été conseillés au cours des deux périodes.

Dans l'étude la plus récente, il a été démontré qu'il ne suffisait pas d'avoir plus d'actifs au départ pour que les personnes nouvellement conseillées en aient plus à la fin de la période observée. Les ménages qui n'avaient pas de conseiller en 2014, mais qui en avaient un en 2018, disposaient initialement d'actifs financiers d'une valeur de 116 000 dollars, lesquels ont gagné une valeur de 81 000 dollars en 2018. Les investisseurs qui n'ont pas eu recours à un conseiller au cours de ces deux années ont gagné 43 000 dollars sur un investissement initial de 134 000 dollars.

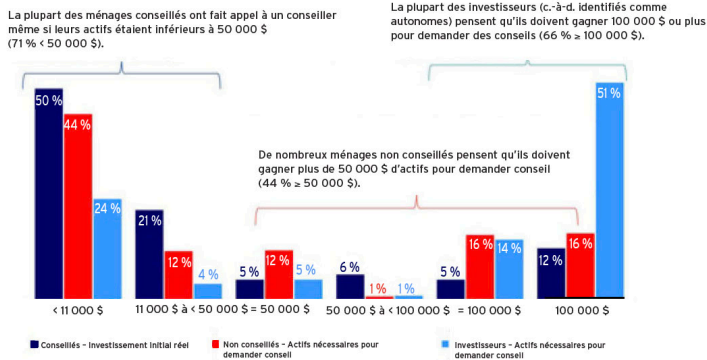
13 C. Montmarquette et N. Viennne-Briot, « The Value of Financial Advice », *Annals of Economics and Finance*, vol. 16, n° 1 (2015), p. 69-94;
C. Montmarquette et N. Viennne-Briot, « The Gamma Factor and the Value of Financial Advice », document de travail CIRANO 2016s-35, 2016; C. Montmarquette et A. Prud'Homme, « More on the Value of Financial Advisors », rapport de projet de CIRANO 2020RP-04, 2020.

14 D. Blanchett et P. Kaplan, « Alpha, Beta and Now ... Gamma », *The Journal of Retirement*, vol. 1, n° 2 (2013), p. 29-45.

15 Idem, note de bas de page 1.

L'un des obstacles à la recherche de conseils financiers est l'incertitude quant au montant des fonds investissables nécessaires pour retenir les services d'un conseiller. L'étude de Montmarquette et Viennot-Briot (2015) menée auprès des ménages canadiens a révélé que la plupart des investisseurs qui s'identifiaient comme autonomes estimaient devoir gagner au moins 100 000 \$ pour faire appel à un conseiller et que 44 % des ménages non investisseurs et non conseillés estimaient devoir gagner au moins 50 000 \$ pour faire appel à un conseiller¹⁶. Pourtant, la plupart des ménages investisseurs conseillés (71 %) ont fait appel à un conseiller même s'ils gagnaient moins de 50 000 \$, comme l'indique l'annexe 4. Dans leur deuxième étude, Montmarquette et Viennot-Briot (2016) ont constaté que 32 % des répondants à cette étude ne chercheraient pas à obtenir des conseils, quel que soit le niveau de leurs actifs.

Annexe 4 : Répartition de la valeur des actifs qui inciterait à un ménage canadien à demander des conseils financiers

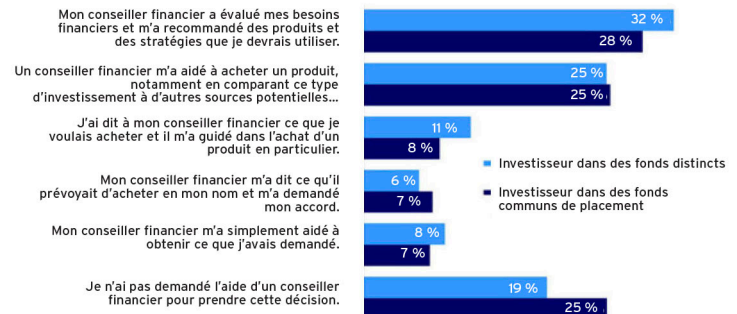


Source : C. Montmarquette et N. Viennot-Briot, « The Value of Financial Advice », *Annals of Economics and Finance*, vol. 16, n° 1 (2015), p. 69-94, figure 1.

Les déclarations selon lesquelles les investisseurs canadiens sont orientés vers des produits qui ne tiennent pas suffisamment compte de leur situation financière et de leurs objectifs vont à l'encontre de l'expérience réelle des personnes qui investissent dans des fonds communs de placement et dans des fonds distincts. Lorsqu'on les a interrogés sur les conseils qu'ils ont reçus avant leur décision d'achat, 74 % des investisseurs dans des fonds distincts et 68 % des investisseurs dans des fonds communs de placement

ont reçu l'aide d'un conseiller financier (annexe 5). De ce nombre, seulement 6 % des investisseurs dans des fonds distincts et 7 % des investisseurs dans des fonds communs de placement ont indiqué « Mon conseiller financier m'a dit ce qu'il prévoyait d'acheter en mon nom et m'a demandé mon accord »¹⁷.

Annexe 5 : Rôle du conseiller dans la décision d'achat d'un fonds commun de placement ou d'un fonds distinct



Source : Brondesbury-Golfdale Research, 2022. La question était la suivante : « Pour le fonds distinct ou le fonds commun de placement que vous avez acheté, lequel des énoncés suivants décrit le mieux le rôle qu'a joué le conseiller financier dans votre décision d'investissement? Par "conseiller financier", nous entendons toute personne travaillant dans le secteur des services financiers qui vous a aidé à choisir ou à acheter un produit. »

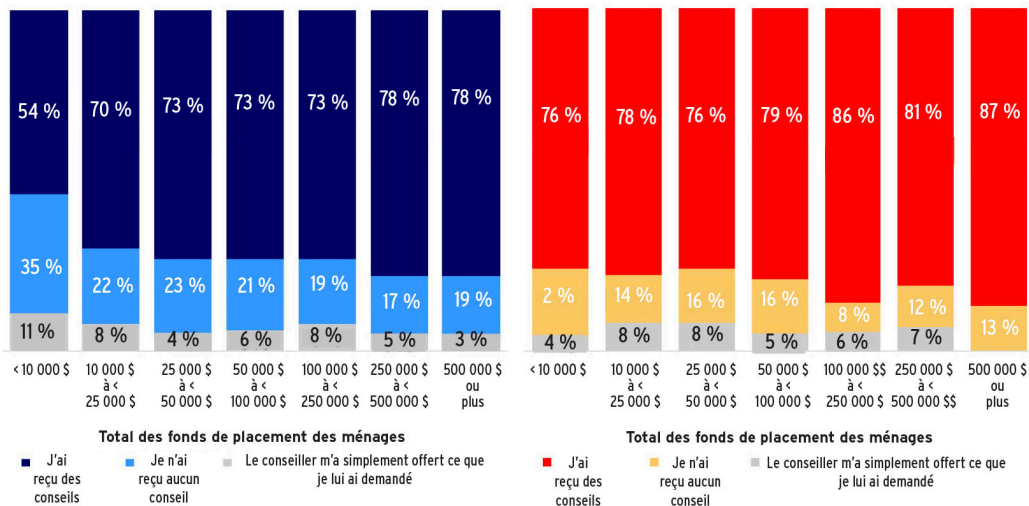
Il est essentiel de conseiller les personnes les plus vulnérables sur le plan financier. Lorsque les investisseurs potentiels disposent d'un petit portefeuille d'actifs investissables, les conseillers sont moins incités à fournir des services. Si l'on compare, en fonction du montant investi, les investisseurs dans des fonds communs de placement qui n'ont pas bénéficié des conseils d'un conseiller financier à ceux qui ont reçu au moins quelques conseils, ceux dont les investissements sont plus modestes ont reçu moins de conseils (annexe 6)¹⁸. Toutefois, l'écart des conseils en fonction de la valeur des actifs était moins important et la part globale de ceux qui ont reçu des conseils était plus élevée parmi ceux qui ont acheté leur fonds commun de placement par l'intermédiaire d'un représentant d'assurance-vie ou de fonds communs de placement. Parmi ceux qui ont investi 10 000 dollars ou moins auprès d'un représentant, 76 % ont reçu des conseils, contre 54 % pour l'ensemble des investisseurs dans des fonds communs de placement interrogés.

¹⁶ Des résultats similaires à ceux de l'étude de 2018 ont été obtenus dans l'étude suivante : C. Montmarquette et A. Prud'Homme, « More on the Value of Financial Advisors », rapport de projet de CIRANO 2020RP-04, 2020.

¹⁷ Idem, note de bas de page 1.

¹⁸ Idem.

Annexe 6 : Conseils aux détenteurs de fonds communs de placement canadiens par montant des actifs investis, pour tous les investisseurs et ceux qui ont acheté des fonds auprès d'un représentant d'assurance-vie ou de fonds communs de placement



Source : Brondesbury-Golfdale Research, 2022.

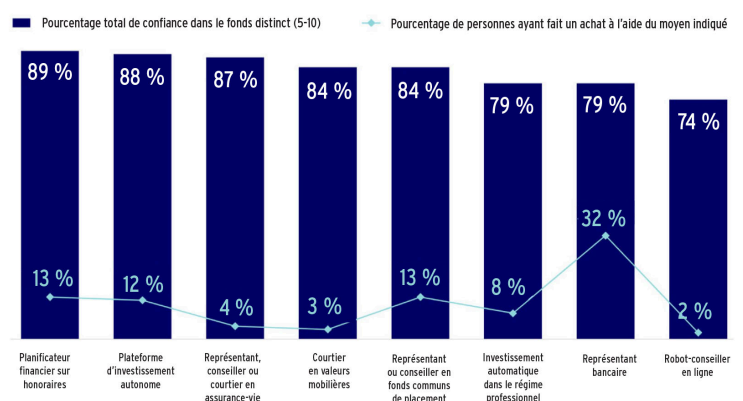
Volonté des Canadiennes et Canadiens de payer des frais initiaux pour des services consultatifs financiers

Le sondage de 2022 de Brondesbury-Golfdale Research s'est intéressé à la confiance des investisseurs dans leurs investissements dans des fonds communs de placement et dans des fonds distincts, à leur satisfaction à l'égard des conseils qu'ils ont pu recevoir pour choisir leur type d'investissement et au prix qu'ils seraient prêts à payer s'ils devaient explicitement rémunérer d'avance leur conseiller pour les conseils qu'il leur prodigue sur leurs futurs placements¹⁹.

Parmi les investisseurs actuels ou passés dans des fonds communs de placement présentés dans l'annexe 7, ceux qui étaient les moins convaincus que l'investissement les aiderait à atteindre leurs objectifs financiers ont acquis leur fonds par l'intermédiaire d'un représentant bancaire ou d'un « conseiller-robot » en ligne. Il est intéressant de noter que la première option soit la forme d'achat la plus populaire et la deuxième, la moins populaire. Ceux qui ont payé d'avance pour obtenir des conseils, qui ont pris des décisions de manière autonome ou qui ont acheté un produit avec l'aide de divers types de conseillers (représentants ou courtiers) ont tous un taux de confiance d'au moins 80 % dans le produit qu'ils ont acheté.

Lorsque la même question a été posée aux détenteurs de fonds distincts, un produit plus complexe dont les moyens d'achat sont plus limités, une tendance similaire s'est dégagée. On peut cependant constater une exception notable : ceux qui avaient les moyens

Annexe 7 : Confiance à l'égard des fonds communs de placement en fonction du lieu d'achat

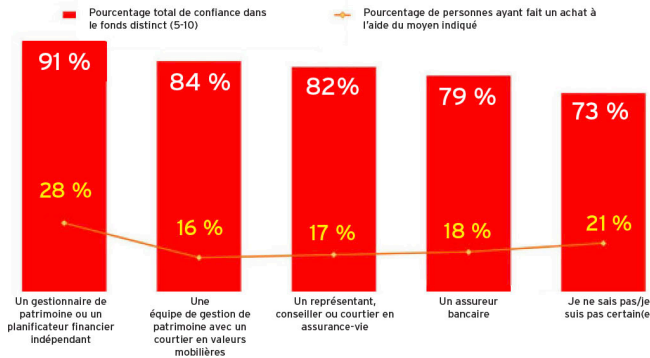


Source : Brondesbury-Golfdale Research, 2022. Les questions posées aux détenteurs actuels et anciens étaient les suivantes : « Pour les prochaines questions, j'aimerais que vous pensiez à la dernière fois où vous avez investi dans un fonds commun de placement. Auprès de qui avez-vous acheté ce fonds? ». En utilisant une échelle de 10 points, où 1 signifie « pas du tout convaincu(e) » et 10 « tout à fait convaincu(e) », dans l'ensemble, dans quelle mesure êtes-vous convaincu(e) que chacun des produits d'investissement suivants vous aiderait à atteindre les objectifs financiers de votre ménage? ... Fonds communs de placement

¹⁹ Idem.

de s'offrir les services d'un gestionnaire de patrimoine ou d'un planificateur financier, et qui y ont eu recours, étaient nettement les plus satisfaits (annexe 8), suivis de ceux qui ont souscrit leur contrat auprès d'un représentant en assurance-vie.

Annexe 8 : Confiance à l'égard des fonds distincts en fonction du lieu d'achat

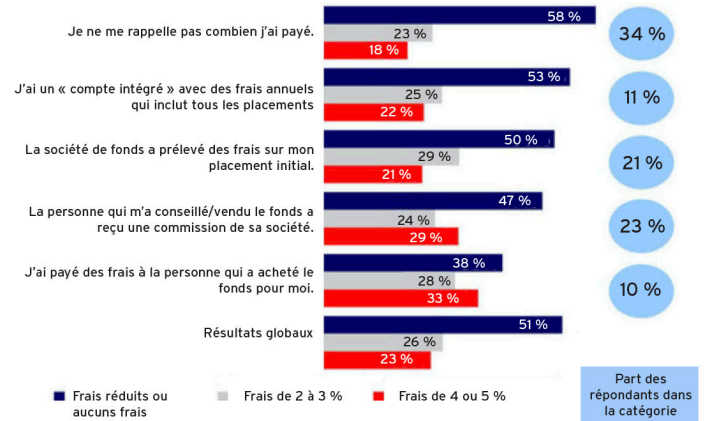


Source : Brondesbury-Golfdale Research, 2022. Les questions posées aux détenteurs actuels et anciens étaient les suivantes : « Pour les prochaines questions, j'aimerais que vous pensiez à la dernière fois où vous avez investi dans un fonds commun de placement. Auprès de qui avez-vous acheté ce fonds? ». En utilisant une échelle de 10 points, où 1 signifie « pas du tout convaincu(e) » et 10 « tout à fait convaincu(e) », dans l'ensemble, dans quelle mesure êtes-vous convaincu(e) que chacun des produits d'investissement suivants vous aiderait à atteindre les objectifs financiers de votre ménage? ... Fonds distincts

Dans le cadre de l'étude de 2022 de Brondesbury-Golfdale Research, et à l'instar des conclusions des études du CIRANO, certains investisseurs ne veulent tout simplement pas de conseils, quel qu'en soit le prix. Toutefois, ceux qui ont fait affaire avec un conseiller et qui connaissent sa rémunération sont plus disposés à payer des frais équivalant à ce que la plupart des conseillers estiment nécessaire pour effectuer des recherches adéquates et conseiller un client en fonction de ses besoins, soit environ 400 \$ à 500 \$²⁰. Dans les annexes 9 et 10 ci-contre, on a demandé aux détenteurs de fonds communs de placement et de fonds distincts combien ils seraient prêts à payer pour obtenir des conseils à propos d'un éventuel placement de 10 000 \$. L'idée selon laquelle les investisseurs ignorent si leur conseiller est rémunéré directement ou indirectement pour ses conseils n'est manifestement pas fondée. Au total, 66 % des détenteurs de fonds communs de placement et 75 % des détenteurs de fonds distincts connaissaient la rémunération de leur conseiller. Ceux qui ont payé indirectement dans le passé (soit sous forme d'une partie des

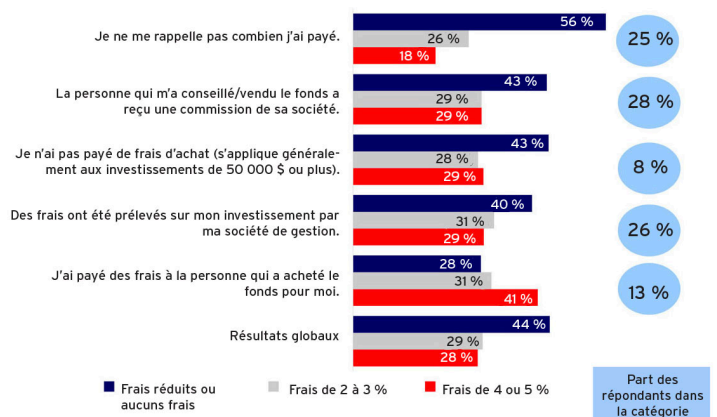
fonds investis, soit sous forme de commissions) sont moins disposés à payer des frais initiaux que ceux qui ont conclu une entente de paiement direct avec leur conseiller. Ceux qui ont versé des frais directs sont les plus disposés à payer des frais de 400 \$ à 500 \$ sur un éventuel placement de 10 000 dollars. Toutefois, même parmi les personnes les plus enclines à payer des frais initiaux, seul un tiers d'entre elles ferait un nouveau placement de 10 000 dollars.

Annexe 9 : Volonté de payer des frais initiaux en fonction des connaissances acquises en matière de commissions ou de frais : Fonds communs de placement



Source : Golfdale Consulting/Brondesbury Group, 2022. Les questions posées aux détenteurs actuels et anciens étaient les suivantes : « Supposons que vous disposiez de 10 000 \$ supplémentaires à investir dans un [FCP/fonds distinct], mais que vous n'avez pas le choix du mode de paiement. Vous devez payer des frais initiaux pour l'acheter au lieu d'une commission ou d'un montant prélevé sur le fonds. Est-ce que vous investiriez quand même dans un [FCP/fonds distinct] si les frais initiaux s'élevaient au montant suivant? »

Annexe 10 : Volonté de payer des frais initiaux en fonction des connaissances acquises en matière de commissions ou de frais : Fonds distincts

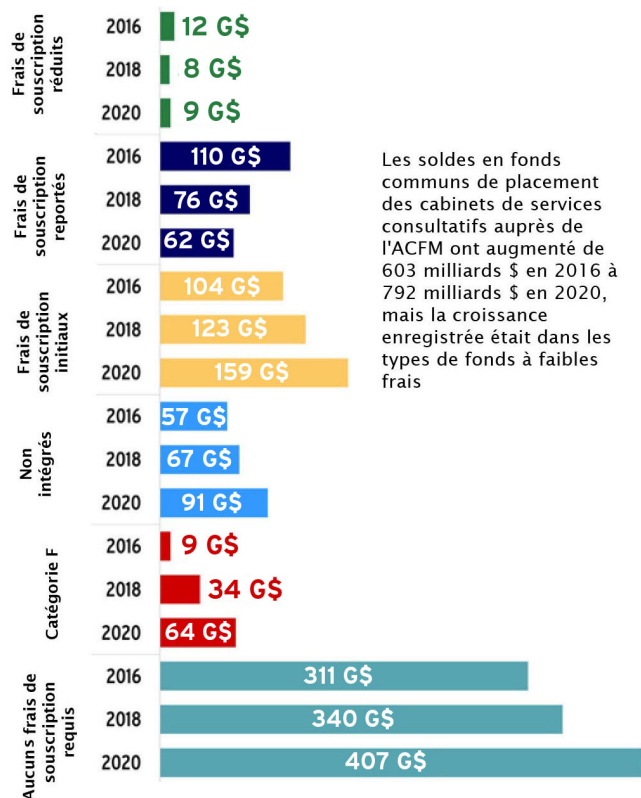


Source : Golfdale Consulting/Brondesbury Group, 2022. Les questions posées aux détenteurs actuels et anciens étaient les suivantes : « Supposons que vous disposiez de 10 000 \$ supplémentaires à investir dans un [FCP/fonds distinct], mais que vous n'avez pas le choix du mode de paiement. Vous devez payer des frais initiaux pour l'acheter au lieu d'une commission ou d'un montant prélevé sur le fonds. Est-ce que vous investiriez quand même dans un [FCP/fonds distinct] si les frais initiaux s'élevaient au montant suivant? »

²⁰ Brondesbury-Golfdale Research, « Mutual Fund and Segregated Fund Owners in Canada », 2022; C. Montmarquette et N. Viennot-Briot, « The Value of Financial Advice », *Annals of Economics and Finance*, vol. 16, n° 1 (2015), p. 69-94; C. Montmarquette et N. Viennot-Briot, « The Gamma Factor and the Value of Financial Advice », document de travail CIRANO 2016s-35, 2016; C. Montmarquette et A. Prud'Homme, « More on the Value of Financial Advisors », rapport de projet de CIRANO 2020RP-04, 2020.

Incidence de la réforme canadienne de la réglementation sur la rémunération des fonds communs de placement sur les conseillers financiers

Annexe 11 : Répartition par structure de frais de souscription des fonds communs de placement au Canada



Avant la date d'entrée en vigueur de l'interdiction des frais de souscription reportés, deux phénomènes notables se sont produits. Tout d'abord, les investisseurs ont déplacé leurs placements vers des fonds moins coûteux sans que les modifications réglementaires ne soient en vigueur. Ensuite, le nombre de petits cabinets de services consultatifs financiers membres de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACFM) a fortement diminué, tandis que le nombre de conseillers a augmenté, mais uniquement dans les plus grands cabinets. Un plus grand nombre de personnes a reçu l'aide de conseillers, mais le solde d'actifs moyen dans les grands cabinets a pour conséquence que de nombreux petits investisseurs pourraient être privés des possibilités de conseils personnalisés.

Selon un rapport de l'ACFM, les investissements dans des fonds communs de placement à frais de souscription reportés et dans des fonds communs de placement similaires à frais réduits ont rapidement diminué, passant de 122 milliards de dollars en 2016 à 71 milliards de dollars en 2020 (annexe 11)²¹. Les autres fonds communs de placement à frais de souscription initiaux ont gagné en popularité, avec 55 milliards de dollars d'actifs supplémentaires pour atteindre 158 milliards de dollars en 2020. Leur croissance a été cependant bien moindre que celle des fonds sans commission au point de vente. Les deux types de fonds les moins coûteux, soit les fonds de catégorie F (comportent des frais de gestion intégrés, mais pas de commissions de suivi intégrées) et les fonds non intégrés (comportent ni frais de gestion ni

commissions de suivi), sont respectivement passés de 9 milliards de dollars en 2016 à 64 milliards de dollars en 2020 et de 57 milliards de dollars à 91 milliards de dollars. Enfin, le principal volet des fonds communs de placement au Canada, soit les fonds sans frais de souscription (comportent des frais de gestion intégrés et des commissions de suivi intégrées, mais pas de commission initiale), est passé de 311 milliards de dollars à 407 milliards de dollars au cours de la période allant de 2016 à 2020.

Enseignements tirés de l'évolution de la réglementation sur les actifs et les conseils financiers au Royaume-Uni

La réglementation financière au Royaume-Uni a beaucoup évolué depuis 2012. Destinée à rendre les coûts transparents, à renforcer les exigences en matière de formation et de compétences des conseillers afin d'améliorer la qualité de leur travail ainsi qu'à créer des normes de convenance, la réglementation a porté sur un large éventail de services financiers. Les changements les plus importants sont mis en évidence ci-dessous, dans la mesure où ils répondent à des préoccupations similaires soulevées par les organismes de réglementation canadiens.

²¹ Association canadienne des courtiers de fonds mutuels, « Rapport de recherche sur les clients », 2022. [Le rapport est disponible ici.](#)

Modifications politiques de 2010 à 2013

En 2006, la Financial Services Authority, prédécesseur de la Financial Conduct Authority, a lancé une initiative Retail Distribution Review (RDR) (examen de la distribution au détail) pour définir les modifications à apporter au secteur de l'investissement de détail de manière à améliorer les conseils en matière de placement prodigués aux investisseurs. À la suite de cet examen, la FSA a établi de nouvelles politiques en matière de RDR qui sont entrées en vigueur en janvier 2013. Voici quelques-unes des principales dispositions :

Transparence des conseillers indépendants : Le RDR a défini les conditions à remplir pour qu'un conseiller soit considéré comme « indépendant » ou « restreint ». Un conseiller indépendant doit prendre en considération tous les produits et segments de marché lorsqu'il prodigue des conseils en matière de placement, tandis qu'un conseiller restreint est limité à la recommandation de produits d'un fournisseur en particulier et peut concentrer ses conseils sur certains segments de marché. Tous deux sont tenus d'expliquer le type de conseil qu'ils offrent.

Compétences du conseiller : Le RDR a relevé les niveaux de compétences minimums et les exigences en matière de formation professionnelle continue. Cette politique visait à améliorer les compétences des conseillers financiers et à renforcer la confiance des investisseurs dans les conseillers grâce à des normes strictes en matière de délivrance de permis.

Transparence de la rémunération : Le RDR a interdit les commissions ou les paiements de toute nature aux conseillers pour les recommandations sur les produits d'investissement de détail. Ce type de services ne peut être payé que selon les tarifs des conseillers²². Cette mesure vise à réduire les conflits d'intérêts des conseillers en séparant leur rémunération de leurs recommandations.

Modifications politiques de 2018

En plus des politiques du RDR adoptées par le Royaume-Uni à la suite des travaux de la FCA, le Royaume-Uni a adopté les dispositions du Règlement des marchés d'instruments financiers (MiFIR) II présentées par la Commission européenne. Parmi ces dispositions entrées en vigueur en janvier 2018 figurent les suivantes²³ :

Divulgarion des frais : « Les conseillers doivent divulguer tous les coûts et frais liés à leurs recommandations aux particuliers. Des indications sur les coûts et frais attendus (ex ante) doivent être fournies avant l'achat, tandis que les renseignements sur les coûts et frais réels doivent être fournis après l'achat (ex post), le cas échéant, au moins sur une base annuelle. Ils doivent être regroupés et exprimés à la fois sous forme de montant et de pourcentage. »

Convenance : « ... une recommandation de détention d'un instrument financier de la directive MiFID est soumise aux règles de convenance et doit faire l'objet d'un rapport de convenance. » « ... Lorsque les cabinets proposent une évaluation périodique de la convenance de leurs conseils, elles doivent l'effectuer au moins une fois par an. »

Les cabinets doivent également déterminer si des placements ou des services équivalents, notamment moins complexes et onéreux, peuvent répondre aux besoins de leurs clients.

Dans l'ensemble, cette réglementation alourdit la charge des conseillers en augmentant la documentation exigée, en renforçant la responsabilité et en augmentant les frais de délivrance de permis. En l'absence d'autres facteurs, la théorie économique suggère une diminution de l'offre de services consultatifs, une augmentation des frais facturés aux investisseurs conseillés et une diminution du nombre de conseillers sur le marché.

²² Pinset Masons, « The RDR: adviser charging », 2010, en référence au *Conduct of Business Sourcebook*, 6.1A.4R. [Le rapport est disponible ici.](#)

²³ Financial Conduct Authority, « MiFID II: retail investment advice firms », aperçu du règlement, janvier 2018. [Le rapport est disponible ici.](#)

Au Royaume-Uni, les frais récurrents facturés aux clients ont plus que doublé entre 2016 et 2021 pour atteindre 3,74 milliards de livres sterling.

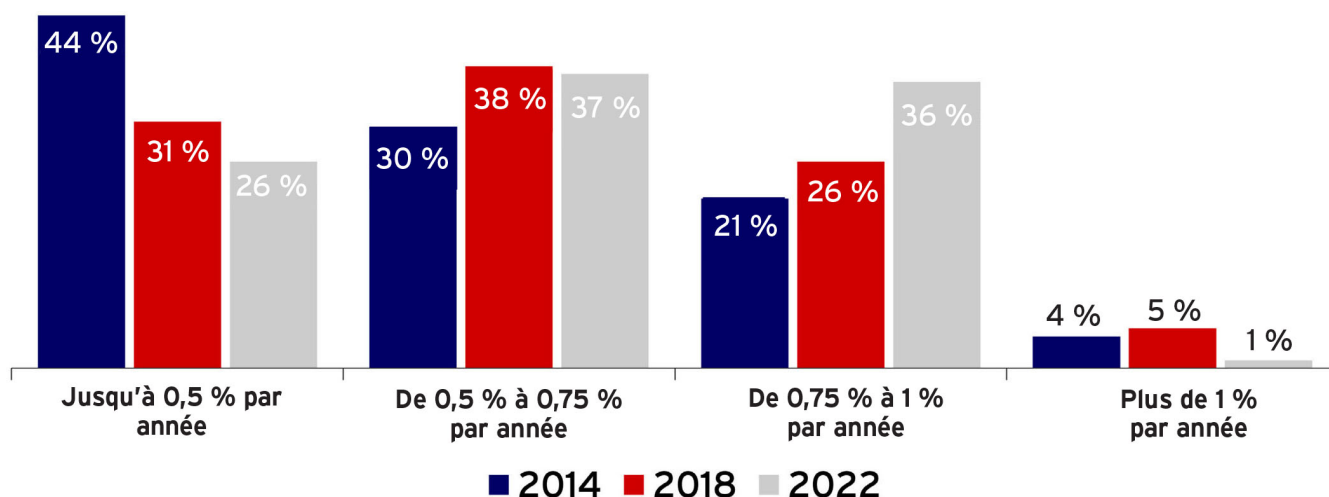
Étude de l'incidence de la réglementation à l'aide des données : Le Royaume-Uni après l'entrée en vigueur du RDR et de la directive MiFID II

L'un des objectifs des réformes était de réduire les coûts liés à l'obtention de conseils financiers de qualité. En supprimant les commissions intégrées et en exigeant la divulgation annuelle des coûts de gestion des fonds, la FCA s'attendait à ce que les investisseurs choisissent les fonds les moins onéreux parmi des choix équivalents et à ce que la pression concurrentielle réduise le total des frais facturés. Dans l'ensemble, ces attentes n'ont pas été satisfaites.

Une augmentation des frais

Les frais ont augmenté de manière considérable depuis la mise en œuvre de la réglementation du RDR et de la directive MiFID II. Pour les cabinets qui facturent des fonds sous forme de pourcentage des actifs sous gestion, la part s'est fortement orientée vers des ratios de frais plus élevés (annexe 12). En 2014, 44 % des cabinets facturaient jusqu'à 0,5 % par an, tandis que 21 % facturaient entre 0,75 % et 1 % par an²⁴. En 2022, la situation s'est inversée, de sorte que seulement 26 % des cabinets facturaient des frais réduits, inférieurs à 0,5 %, tandis que 36 % facturaient désormais entre 0,75 % et 1 % par an.

Annexe 12 : Pourcentage moyen approximatif des frais des conseillers financiers britanniques en fonction des actifs

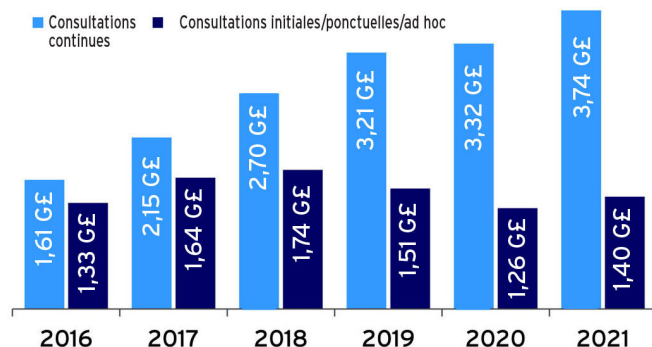


Source : Schroders, « UK Financial Adviser Annual Survey: Adviser Report », 2022.

²⁴ Schroders, « UK Financial Adviser Annual Survey: Adviser Report », 2022. [Le rapport est disponible ici.](#)

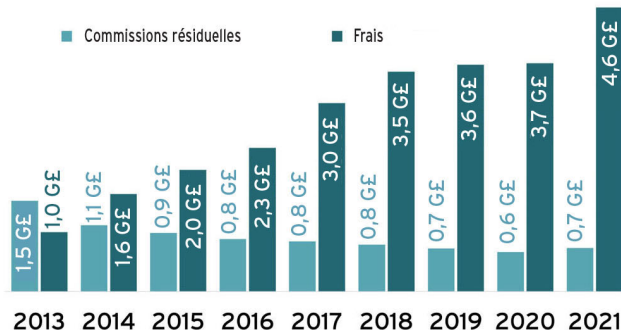
Mettons en perspective le montant total de ces frais : les frais courants facturés aux clients ont plus que doublé entre 2016 et 2021 pour atteindre 3,74 milliards de livres sterling (annexe 13). Les frais liés aux consultations initiales, ponctuelles ou ad hoc sont restés relativement stables au cours de cette période, passant de 1,33 milliard à 1,40 milliard de livres sterling²⁵.

Annexe 13 : Total des frais de conseil pour toutes les entreprises de services consultatifs en investissement au détail au Royaume-Uni



Source : Financial Conduct Authority, données tirées du Retail Mediation Activities Return (RMAR).

Annexe 14 : Revenus provenant de commissions et de frais pour les entreprises de services consultatifs financiers au Royaume-Uni



Source : Financial Conduct Authority, données tirées du Retail Mediation Activities Return (RMAR). Les commissions ont été interdites à partir de 2013, mais peuvent être maintenues pour les clients existants.

Dans les cabinets qui offrent uniquement les services consultatifs financiers, les frais totaux sont passés de 2,6 milliards de livres sterling en 2016 à 5,4 milliards de livres sterling en 2021 (annexe 14). Les commissions résiduelles ont été maintenues, et comme les fonds investis et les barèmes des frais ont évolué au fil du temps, les revenus provenant de ces commissions ont chuté de plus de la moitié pour les clients des cabinets de services consultatifs financiers. Toutefois, le total des frais a été multiplié par quatre au cours de la même période²⁶.

Regroupement des services

Le regroupement des services a également eu pour conséquence de réduire le choix offert aux consommateurs. Entre 2018 et 2021, le nombre de cabinet de conseillers en investissement au détail a diminué de 175. Deux types d'entreprises ont vu leur nombre augmenter : les banques, les sociétés d'épargne immobilière et les cabinets de courtage en valeurs mobilières. Les cabinets de services consultatifs financiers et de gestion de placements ont perdu 333 cabinets au cours de cette période de quatre ans. Seules deux catégories d'entreprises ont ajouté du personnel au cours de cette période : les cabinets de services consultatifs financiers, qui ont engagé 1 162 conseillers de plus, ainsi que les banques et les sociétés d'épargne immobilière, qui ont engagé 2 818 conseillers de plus, ce qui représente un gain net de 1 011 conseillers pour l'ensemble des cabinets (annexe 15)²⁷.

Annexe 15 : Nombre d'employés dans les entreprises de services consultatifs d'investissement au détail du Royaume-Uni

Type d'entreprise	2018		2019		2020		2021		Différence entre 2018 et 2021	
	Nombre d'entreprises	Nombre d'employés	Nombre d'entreprises	Number of staff	Nombre d'entreprises	Nombre d'employés	Nombre d'entreprises	Nombre d'employés	Nombre d'entreprises	Nombre d'employés
Services consultatifs financiers	5 246	26 677	5 236	27 557	5 137	27 501	5 118	27 839	-128	1 162
Banque et société d'épargne immobilière	33	3 241	32	2 928	241	6 029	244	6 059	211	2 818
Gestion de placements	223	2 188	224	2 519	19	1 902	18	1 844	-205	-344
Courtage en valeurs mobilières	36	1 816	31	1 761	120	335	116	352	80	-1 464
Intermédiaire en assurance	123	305	97	215	46	207	49	206	-74	-99
Autres entreprises	171	1 436	173	1 421	115	403	112	374	-59	-1 062
Total	5 832	35 663	5 793	36 401	5 678	36 377	5 657	36 674	-175	1,011

Source : Financial Conduct Authority, données tirées du Retail Mediation Activities Return (RMAR).

²⁵ Financial Conduct Authority. [Les données sont disponibles ici.](#)

²⁶ Financial Conduct Authority. [Les données sont disponibles ici.](#)

²⁷ Financial Conduct Authority. [Les données sont disponibles ici.](#)

Chute spectaculaire du nombre de conseillers

Si l'on se projette dans un horizon à long terme, une conclusion différente se dégage. Avant la mise en œuvre du RDR en 2011, on estimait à 40 500 le nombre de conseillers financiers que comptaient les cabinets de services consultatifs (annexe 16). En 2021, après la mise en œuvre des réformes du RDR et de la directive MiFID II, le nombre de conseillers financiers au service des clients de ces cabinets s'élevait à 25 656, une baisse de 37 %²⁸.

Forte augmentation des coûts de mise en conformité et des risques

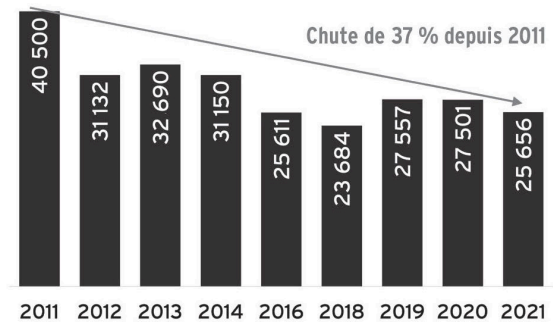
Les réformes de la directive MiFID II ont entraîné des obligations supplémentaires en matière de divulgation et des amendes plus élevées en cas de non-conformité. Ces coûts de mise en conformité sont importants et diminuent en fonction de la taille de l'entreprise, ce qui favorise le regroupement des services. En 2022, un cabinet de services consultatifs financiers moyen au Royaume-Uni a consacré 18 % de son chiffre d'affaires aux coûts de mise en conformité, soit environ la moitié de ce qu'elle a consacré aux salaires (annexe 17)²⁹.

Les entreprises détiennent une assurance à caractère indemnitaire personnelle pour couvrir ce risque et, en raison du risque de conformité plus élevé, les compagnies d'assurance ont rapidement augmenté leurs cotisations, à l'exception des grands cabinets (annexe 18)³⁰.

Ces coûts peuvent ensuite se répercuter sur les clients sous la forme de frais plus élevés ou d'exigences plus strictes en matière de solde d'actifs minimum.

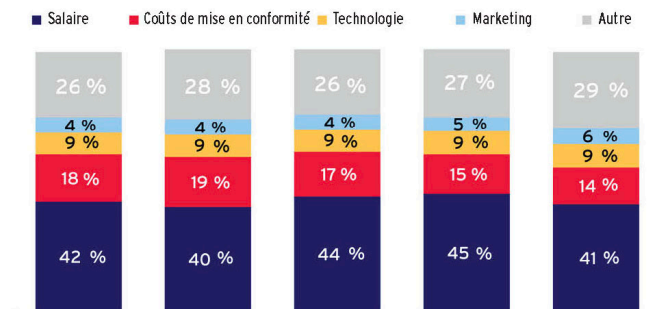
Lorsqu'on leur a demandé quel serait selon eux le risque professionnel au cours des 18 prochains mois, les conseillers financiers ont cité les perturbations réglementaires, le non-renouvellement de l'assurance personnelle à caractère indemnitaire et les prélèvements au titre du Financial Services Compensation Scheme (système d'indemnisation des services financiers), un consortium d'assureurs qui garantit l'indemnisation des investisseurs en cas de faillite de l'entreprise de services financiers. En résumé, leurs trois principales préoccupations sont toutes liées à la conformité³¹.

Annexe 16 : Nombre d'employés qui conseillent des clients dans les entreprises de services consultatifs financiers au Royaume-Uni



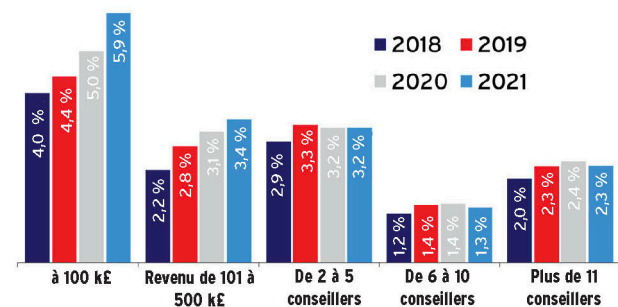
Source : Europe Economics, *Retail Distribution Review: Post Implementation Review*, (a) 2014, figure 5.8; Financial Conduct Authority, données tirées du Retail Mediation Activities Return (RMAR).

Annexe 17 : Proportion approximative du chiffre d'affaires de l'entreprise consacrée aux activités suivantes ci-dessous, selon la taille de l'entreprise et le nombre de conseillers



Source : Nextwealth, « Financial Advice Business Benchmarks », 2022.

Annexe 18 : Coût des primes d'assurance personnelle à caractère indemnitaire pour les entreprises de services consultatifs financiers au Royaume-Uni après la mise en œuvre des réformes de la directive MiFID II, en pourcentage du chiffre d'affaires réglementé



Source : Financial Conduct Authority, données tirées du Retail Mediation Activities Return (RMAR).

28 Europe Economics, *Retail Distribution Review: Post Implementation Review*, figure 5.8 ([rapport disponible ici](#)); Financial Conduct Authority ([données disponibles ici](#)).

29 Nextwealth, « Financial Advice Business Benchmarks », 2022. [Le rapport est disponible ici](#).

30 Financial Conduct Authority. [Les données sont disponibles ici](#).

31 Nextwealth, « Financial Advice Business Benchmarks », 2022. [Le rapport est disponible ici](#).

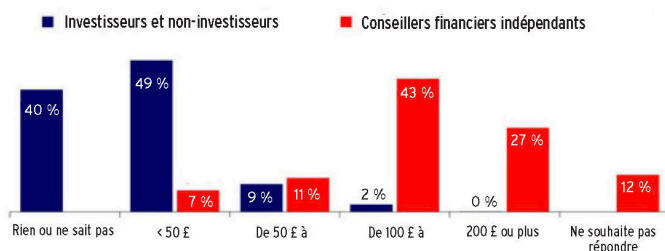
Volonté de payer et prix des conseils au Royaume-Uni

Les données d'enquête montrent que les investisseurs potentiels et actifs ne sont pas disposés à payer d'avance un montant fixe ou horaire pour les conseils financiers qu'ils pourraient recevoir. Avant les réformes du RDR, un sondage réalisé par Rostrum Research a révélé que neuf consommateurs sur dix ne paieraient pas plus de 25 livres sterling pour une heure de conseils financiers, alors que la fourchette de frais prévue dans le cadre de l'examen se situe entre 50 et 250 livres sterling de l'heure³². Une étude réalisée en 2013 par le professeur A. Clare a révélé que seulement 11 % des personnes interrogées seraient prêtes à payer plus de 50 livres sterling par heure pour des conseils financiers, alors que seulement 7 % des conseillers financiers indépendants ont déclaré qu'ils accepteraient moins que cette somme (annexe 19)³³. En ce qui concerne la valeur des frais initiaux des conseils financiers, le fossé est encore plus grand entre les non-investisseurs et les investisseurs qui n'ont jamais fait appel à un conseiller. Selon VouchedFor, en 2022, le tarif moyen des services consultatifs au Royaume-Uni était de 192 livres sterling par heure, un montant largement supérieur à celui que les investisseurs potentiels ont indiqué être prêts à payer pour des conseils financiers³⁴.

Ces recherches sont sans doute mal fondées, car peu de cabinets facturent des frais horaires pour conseiller leurs clients. En 2022, une étude réalisée par Nextwealth (Personal Finance Society) a révélé que seuls 4 % des conseillers financiers du Royaume-Uni facturaient des frais horaires tout le temps ou la plupart du temps (annexe 20) et que 47 % n'en facturaient jamais. La plupart des conseillers financiers facturent plutôt un pourcentage sur les actifs sous gestion ou une structure des frais variable.

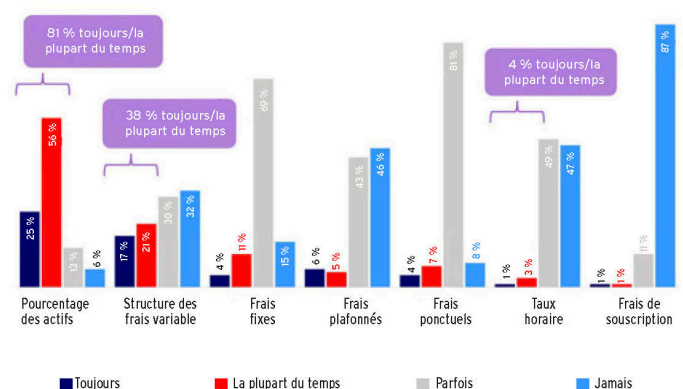
L'établissement d'une nouvelle relation avec un client est un processus coûteux. Au Royaume-Uni, l'intégration d'un nouvel investisseur coûte en moyenne plus de 1 500 livres sterling à un cabinet de services consultatifs³⁵.

Annexe 19 : Ce que les investisseurs actuels ou potentiels du Royaume-Uni sont prêts à payer pour obtenir des conseils financiers par rapport à ce que les conseillers disent facturer (taux horaire)



Source : A. Clare, « The Guidance Gap: An investigation of the UK's post-RDR savings and investment landscape », rapport de Fidelity Worldwide Investment rédigé en collaboration avec la Cass Business School, 2013.

Annexe 20 : Répartition des structures des frais pour les conseillers financiers du Royaume-Uni en 2022



Source : Nextwealth, « Financial Advice Business Benchmarks », 2022.

³² Pinset Masons, « Survey reveals opportunities and challenges facing retailers looking to break into retail investment advice market », 2013. [Le rapport est disponible ici.](#)

³³ A. Clare, « The Guidance Gap: An investigation of the UK's post-RDR savings and investment landscape », rapport de Fidelity Worldwide Investment rédigé en collaboration avec la Cass Business School, 2013. [Le rapport est disponible ici.](#)

³⁴ VouchedFor, « The Cost of Advice », rapport publié sur un blogue, 2022. [Le rapport est disponible ici.](#)

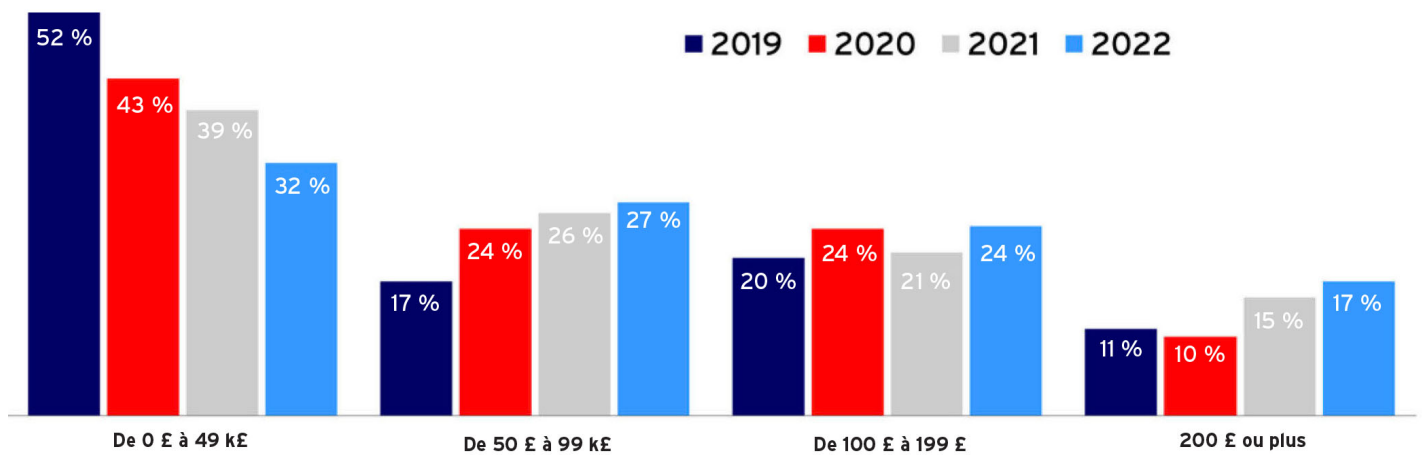
³⁵ Nextwealth, « Financial Advice Business Benchmarking », rapport de 2019. [Le rapport est disponible ici.](#)

En moyenne, un conseiller prend plus de 22 heures à conseiller un nouveau client³⁶ et 5,5 heures à remplir les documents d'examen annuel pour chaque client actuel³⁷. On consacre temps et argent à l'intégration des investisseurs potentiels, qu'ils deviennent clients ou non. La technologie et la taille du cabinet n'ont pratiquement aucune incidence sur ces coûts et ce temps. Ils résultent plutôt du long processus d'interprétation des données sur les actifs des clients potentiels recueillies auprès d'autres fournisseurs, qui sont souvent réticents à communiquer ces renseignements, et de documentation de la convenance de tous les investissements envisagés.

Augmentation de la taille minimale du portefeuille

En raison des coûts de mise en conformité et des exigences supplémentaires, les cabinets ont augmenté la taille minimale du portefeuille des nouveaux clients. Selon le sondage annuel de 2022 de Schroders sur les conseillers financiers, seulement 32 % des entreprises accepteraient un nouveau client ayant moins de 50 000 livres sterling d'actifs, une baisse par rapport aux 52 % de 2019 (annexe 21)³⁸.

Annexe 21 : Conseillers financiers du Royaume-Uni en 2022 : Taille minimale des actifs des nouveaux clients



Source : Schroders, « UK Financial Adviser Annual Survey: Adviser Report », 2022.

Selon le sondage annuel de 2022 de Schroders sur les conseillers financiers, seulement 32 % des cabinets accepteraient un nouveau client ayant moins de 50 000 livres sterling d'actifs, une baisse par rapport aux 52 % de 2019.

³⁶ Nextwealth, « Financial Advice Business Benchmarking », « UK Financial Adviser Annual Survey », rapport de 2020. [Le rapport est disponible ici.](#)
³⁷ Nextwealth, « Financial Advice Business Benchmarking », « UK Financial Adviser Annual Survey », rapport de 2022. [Le rapport est disponible ici.](#)
³⁸ Schroders, « UK Financial Adviser Annual Survey », 2022. [Le rapport est disponible ici.](#)

Résumé de l'incidence de la réglementation sur les services financiers du Royaume-Uni : Des bonnes intentions, mais une dure réalité du marché et des conséquences involontaires

Les modifications apportées à la réglementation sur les services financiers du Royaume-Uni visaient à améliorer la transparence, les compétences des conseillers et les normes de convenance. Elles portaient notamment sur les dispositions du RDR relatives à la transparence des conseillers indépendants, à l'augmentation du niveau de compétence des conseillers et à la transparence de la rémunération. D'autres modifications ont ensuite été apportées en ce qui concerne les exigences en matière de divulgation des coûts d'investissement et de convenance prévues par le MiFIR II. Ces modifications ne devaient avoir aucune incidence sur l'accès aux conseils des investisseurs vulnérables ou moins fortunés.

Voici un résumé des conséquences involontaires de ces modifications réglementaires :

1. L'accès aux conseillers a diminué.

- Entre 2011, avant les réformes, et 2021, après les modifications apportées au RDR et au MiFIR II, le nombre de conseillers financiers auprès des particuliers a diminué de 37 % au Royaume-Uni.
- En raison des coûts de mise en conformité, on a effectué un regroupement des services. Le résultat : une perte de 178 cabinets de conseil en investissement auprès des particuliers entre 2018 et 2021.

2. Les conditions d'accès ont évolué, mais les investisseurs à revenu moyen peinent à obtenir des services.

- L'intégration de nouveaux clients coûte en moyenne plus de 1 500 livres sterling par nouvel investisseur.
- Les cabinets ont augmenté la taille minimale du portefeuille des nouveaux clients, mais seulement 32 % d'entre elles acceptaient des clients ayant moins de 50 000 £ d'actifs en 2022, une baisse par rapport aux 52 % de 2019.
- Dans l'ensemble, les exigences relatives au solde minimum d'actifs des clients sont plus strictes.
- La FCA a constaté que l'écart dans l'accès aux conseils était regrettable et qu'il suggère que les conseillers-robots pourraient s'avérer une solution pour les consommateurs à revenu faible ou moyen.

3. Les frais pour les consommateurs ont augmenté.

- En moyenne, les frais ont augmenté de 0,25 à 0,5 % par an sur les actifs dont l'investisseur a bénéficié de conseils depuis la mise en œuvre de la réglementation du RDR et de la directive MiFID II, en grande partie en raison des coûts de mise en conformité qui sont répercutés sur les consommateurs.
- Les données de ce sondage révèlent un fossé important entre ce que les investisseurs potentiels sont prêts à payer pour obtenir des conseils financiers et les frais réels ainsi que les types de frais que facturent les conseillers.

Conclusions et recommandations

Depuis la crise financière mondiale de 2008, les organismes de réglementation des services financiers au Canada et ailleurs dans le monde se sont efforcés de renforcer la protection des consommateurs et d'accroître la confiance à l'égard des conseillers financiers. Des études ont régulièrement montré que les ménages qui bénéficient des

services d'un conseiller financier sont plus disciplinés dans leur façon d'épargner et font fructifier leur patrimoine beaucoup plus rapidement que ceux qui n'ont pas accès à ces services ou qui ne savent pas qu'ils pourraient en bénéficier ou même avoir les moyens d'obtenir de tels conseils. Comme conséquence sociétale involontaire, certaines des modifications réglementaires susmentionnées ont agrandi l'écart d'accès entre les personnes à revenu modeste et celles fortunées.

Le Royaume-Uni est un bon exemple de l'incidence d'une réglementation des conseils financiers fondée sur la théorie et l'intuition plutôt que sur la pratique et les faits. Les coûts de mise en conformité, plus élevés dans ce pays, ont mené à un regroupement accru des services, à une augmentation des frais et à une hausse des soldes de l'actif d'investissement nécessaires pour accéder aux services consultatifs. Si les personnes fortunées peuvent être mieux conseillées, trop de ménages disposant d'une épargne modeste conservent leurs actifs dans des comptes de dépôt en espèces ou dans d'autres comptes à faible rendement, où l'inflation érode la valeur et où l'on passe à côté d'occasions de constitution de patrimoine.

Au Canada, les soldes de dépôt en espèces et les autres comptes de dépôt ont augmenté de 62 % entre 2015 et 2022. À un peu plus de 2 billions de dollars, ils représentent la catégorie de fonds de placement la plus importante. En l'absence de conseils financiers abordables et accessibles, les ménages canadiens continueront à surépargner dans des comptes de dépôt à faible rendement au lieu d'investir prudemment à long terme. Certains ne parviendront pas à épargner régulièrement et à tirer parti d'instruments fiscaux avantageux tels que les régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER), les régimes enregistrés d'épargne-études (REEE) et les comptes d'épargne libre d'impôt (CELI).

Une réglementation qui profite à tout le monde

Les règlements stricts en matière de compétences, de devoir de servir et de documentation de conformité ont considérablement augmenté les coûts et réduit le nombre de conseillers financiers de 37 % au Royaume-Uni. Le renforcement des compétences des conseillers est admirable et répond à un objectif important. Il n'est toutefois pas nécessaire d'avoir acquis le meilleur niveau de qualification pour prodiguer des conseils de qualité : les conseillers qui possèdent les compétences requises et qui se concentrent sur certains types de produits et de services peuvent aider convenablement plusieurs clients, pourvu qu'ils mentionnent lorsque les conseils dépassent leur expertise. C'est un peu comme les infirmières, qui peuvent résoudre plusieurs problèmes médicaux simples sans devoir constamment s'en remettre à des médecins certifiés.

Les exigences complexes en matière de devoir de servir augmentent les coûts des conseillers, ce qui les incite à laisser de côté les investisseurs à faible actif. Les organismes de réglementation et les associations professionnelles peuvent établir des directives sur l'obligation fiduciaire de servir ainsi que permettre aux cabinets de conseillers certifiés d'attester qu'ils suivent ce modèle d'obligation (ce modèle peut aussi s'appliquer aux cabinets de conseillers indépendants et restreints, à un coût bien moindre que pour les règles strictes). Associées à des restrictions liées à la rémunération, ces mesures imposées entravent sérieusement les services offerts aux consommateurs à revenu modeste.

Les États-Unis, qui ont globalement suivi un cadre réglementaire plus souple, ont pu réduire les coûts grâce à la divulgation des frais, des risques et des coûts, ce qui a permis d'accroître la concurrence sur le marché.

La technologie ne remplacera jamais les interactions humaines

Certains défenseurs d'une réglementation financière plus stricte estiment que des conseillers-robots peuvent très bien servir les investisseurs à faible revenu. L'adoption de ces plateformes, bien que relativement nouvelles, s'avère lente. Elles n'inspirent pas confiance et ne sont pas particulièrement appréciées des investisseurs, notamment parce qu'il leur manque l'un des aspects les plus importants de la relation entre un conseiller financier et son client : accompagner l'investisseur vers une meilleure discipline d'épargne et l'aider à maintenir le cap même en cas d'instabilité des marchés. Ce facteur gamma de l'investissement est essentiel à la réussite des investisseurs et constitue possiblement la part la plus importante de la valeur du conseil financier.

Mieux vaut divulguer les frais que les interdire

Lorsqu'il entame une relation avec un client potentiel, un conseiller financier doit dépenser beaucoup d'argent, sans compter que rien ne garantit que ce client investira après la première consultation. Si l'on propose aux fournisseurs de produits financiers plusieurs modes de rémunération des conseillers, on pourra ainsi servir un plus grand nombre d'investisseurs potentiels disposant d'un faible solde d'actifs investissables. Une divulgation claire et facile à comprendre de tous les coûts d'investissement, de la manière dont l'investisseur doit les assumer (la structure des frais et le barème des frais), de l'affiliation du conseiller et de l'évaluation du risque relatif des options d'investissement recommandées répond à l'objectif d'information de l'investisseur. Par conséquent, la demande d'options d'investissement à coût élevé diminuera au profit de choix moins coûteux.

Au Canada, les propositions d'interdiction des commissions sur les frais de souscription reportés intégrés dans les fonds communs de placement et, plus récemment, dans les fonds distincts ont été saluées comme une victoire pour les consommateurs. Bien que cette récente interdiction ait permis d'accélérer l'élimination de ce modèle de commission, le marché et d'autres exigences réglementaires réduisaient déjà la demande de ce type de produit. Au rythme où la demande chutait, la concurrence du marché aurait probablement mis fin aux fonds communs de placement à frais de souscription reportés en l'espace de quelques années seulement, sans réglementation.

La rémunération intégrée ne coûte pas plus cher que les autres frais d'investissement nets et demeure équitable pour les investisseurs lorsque l'intégralité des coûts d'investissement leur est divulguée pour qu'ils puissent comparer les produits en toute connaissance de cause. Des sondages ont révélé que la plupart des investisseurs comprennent le mode de rémunération de leur conseiller et reconnaissent la valeur de leurs services. Il est important d'accorder aux concepteurs et aux fournisseurs de produits une certaine souplesse en matière de rémunération pour encourager l'innovation et réduire l'écart dans l'accès aux conseils.

À propos de l'auteur

Amy Crews Cutts, Ph. D., est une leader éclairée de renommée internationale qui se consacre à l'analyse économique stratégique fondée sur des pratiques commerciales concrètes. Elle est présidente d'AC Cutts & Associates LLC, un cabinet de conseils en économie et en politiques, où elle travaille également à titre d'économiste en chef. Elle a occupé les fonctions de vice-présidente principale et d'économiste en chef chez Equifax ainsi que de directrice principale et d'économiste en chef adjointe chez Freddie Mac. Forte de plus de 25 ans d'expérience en analyse économique et en élaboration de politiques, M^{me} Crews Cutts défend avec ferveur la sécurité financière des familles et la facilitation de l'accès des consommateurs et des petites entreprises à un crédit peu coûteux qui n'est pas abusivement subventionné. Elle est notamment reconnue pour son expertise dans les domaines de l'évaluation de crédit, des marchés du crédit à la consommation et aux petites entreprises, du service des prêts, de la titrisation, des biens immeubles à usage d'habitation (y compris la valeur nette du logement et l'indice de prix) ainsi que les tendances en matière d'emploi et de rémunération. Elle participe régulièrement à la réalisation de sondages d'économistes menées par le Wall Street Journal et le Blue Chip Economic Indicators. Elle a obtenu son doctorat à l'université de Virginie et détient le titre de Certified Business Economist®, une distinction décernée par la National Association for Business Economics (NABE).