



CORPORATION
FINANCIÈRE POWER

HENRI-PAUL ROUSSEAU
VICE-PRÉSIDENT DU CONSEIL,
CORPORATION FINANCIÈRE POWER &
POWER CORPORATION DU CANADA

L'abolition des
commissions de
vente intégrées
est un enjeu de
politique publique.
Voici pourquoi.

CES PROPOS SONT ADAPTÉS DE NOTES
D'ALLOCUTION POUR LA SÉANCE DE
CLÔTURE DE LA CONFÉRENCE INTITULÉE
« THE NEW PARADIGM OF FINANCIAL
ADVICE », QUI S'EST DÉROULÉE À TORONTO
LE 31 MARS 2017.

RÉSUMÉ DE L'ARTICLE

Les organismes de réglementation se sont penchés sur l'option d'abandonner les commissions de vente intégrées versées aux conseillers financiers canadiens. Un tel geste créerait plus de problèmes qu'il n'en résoudrait. Il s'accompagnerait en effet de conséquences fâcheuses sur l'accès des Canadiens au conseil financier et soulèverait de sérieuses questions au sujet de l'éventail des choix, de la concentration de marché et de la transparence en matière de prix pour les consommateurs à la recherche de conseil en matière de placements et de préparation à la retraite.

Les conseillers financiers possèdent une meilleure connaissance des produits et services financiers que leurs clients, qui s'attendent avec raison à ce que les services proposés par leurs conseillers en valent le coût. Les conseillers peuvent également être en situation de conflit d'intérêts lorsqu'ils recommandent un produit financier pour lequel ils recevraient une rémunération du manufacturier.

Interdire aux conseillers de percevoir des commissions de vente de la part des manufacturiers et imposer que leur rémunération soit plutôt versée directement par les investisseurs individuels pose toutefois problème. La raison en est que le conseil financier est un bien présentant des caractéristiques bien particulières.

Premièrement, le conseil financier a trois composantes fondamentales – les facteurs alpha, bêta et gamma. Ces facteurs représentent les différentes facettes du rôle joué par les conseillers financiers : celui de gestionnaire d'actifs ou de portefeuille (alpha), de responsable de la répartition de l'actif et du rééquilibrage de portefeuille (bêta), et de coach en matière de discipline d'épargne et de planification financière (gamma). C'est la somme de ces trois éléments qui donne de la valeur au conseil financier. De nombreuses études sur la valeur du conseil qui se penchent uniquement sur un facteur, généralement le facteur alpha, produisent des résultats biaisés. Cependant, quand les études tiennent compte de tous les facteurs, elles révèlent que le conseil financier a une valeur significative et supérieure au coût habituellement facturé aux clients.

Deuxièmement, le conseil financier est un « bien d'expérience », ce qui signifie que le client ne peut se rendre compte de la valeur de ce conseil financier avant d'en avoir fait l'expérience. Évaluer la valeur du conseil financier peut nécessiter plusieurs années. Ainsi, à défaut de pouvoir évaluer rapidement la valeur du conseil pour lequel ils paient, les clients dont le revenu et le patrimoine sont plus modestes sont généralement réticents à déboursier d'emblée de faibles frais ou même quoi que ce soit. Voilà pourquoi l'abolition des commissions de vente intégrées entraînerait une diminution de la demande pour le conseil financier chez les ménages à revenu modeste.

Le Royaume-Uni représente un exemple à ne pas suivre. Les organismes de réglementation y ont aboli les commissions de vente intégrées, ce qui a obligé les investisseurs individuels à payer directement pour le conseil reçu. Par conséquent, un grand nombre d'investisseurs individuels dont le revenu et le patrimoine étaient plus modestes ont choisi de ne pas solliciter de conseil financier, même si cette décision aura potentiellement une incidence négative sur leur portefeuille de placements.

Les dangers de ce phénomène de « carence en matière d'accès au conseil financier » sont minimisés par ceux qui soutiennent que cette carence sera compensée par les conseillers automatisés et les banques. En réalité, les conseillers automatisés et les banques ne sont généralement pas outillés pour jouer un rôle de coach (facteur gamma) pour leurs clients.

L'abolition entraînerait aussi une réduction de l'éventail des choix dont disposent les clients dans le marché des services-conseils financiers. Ce marché se doit de demeurer concurrentiel et innovateur afin de répondre aux réalités, aux besoins et à la tolérance au risque des clients, qui peuvent varier grandement d'un client à l'autre. De plus, l'abolition mettrait en péril l'existence de nombreux plus petits conseillers et manufacturiers indépendants et concentrerait le marché entre les mains de plus gros acteurs.

Une perte de transparence en matière de prix pour le consommateur, en raison d'une plus grande dispersion des frais facturés, pourrait aussi découler d'une telle abolition.

Dans le cadre de leur activité réglementaire, les organismes devraient se soucier de favoriser un meilleur accès de tous les Canadiens au conseil financier et s'assurer qu'ils aient des occasions d'améliorer leur littératie financière. Pour ce faire, il est essentiel s'assurer que le marché des produits et services financiers demeure concurrentiel, novateur et transparent. L'abolition des commissions de vente intégrées entraverait de manière significative l'atteinte de ces objectifs.

L'abolition des commissions de vente intégrées est un enjeu de politique publique. Voici pourquoi.

Le conseil financier se présente sous différentes formes, est offert selon une grande variété de formules et est payé de multiples façons par une population très hétérogène de ménages dont les besoins et la tolérance au risque varient tout au long de leur vie.

Il s'agit là de la réalité complexe à laquelle les organismes de réglementation et les décideurs politiques font face en essayant d'assurer aux investisseurs individuels un marché transparent, équitable, novateur et concurrentiel. Ces investisseurs s'attendent avec raison à ce que les services proposés par leurs conseillers en valent le coût, ces derniers détenant une compréhension plus exhaustive des finances personnelles et une meilleure connaissance des produits et services financiers.

À cette asymétrie de l'information entre les conseillers et leurs clients, il faut ajouter le conflit d'intérêts inhérent au fait que les conseils s'accompagnent souvent d'une recommandation d'acheter ou de vendre un produit financier, souvent conçu par un tiers qui peut potentiellement rémunérer le conseiller qui distribue son produit¹.

Dans ce contexte – que les économistes appellent le problème principal/agent, ou encore mandataire/mandant – une réponse réglementaire séduisante pourrait consister à interdire aux conseillers de percevoir des commissions de vente de la part des manufacturiers des produits et à imposer que la rémunération soit versée directement par les investisseurs.

Ainsi, le conflit d'intérêts disparaîtrait et le client exercerait un plus grand contrôle sur la valeur des services fournis par le conseiller : une solution simple, claire et transparente.

Cet article se penche sur ces arguments, qui sont mis de l'avant par les organismes de réglementation, et s'efforce de mettre en lumière leur faiblesse.

¹ Le cas échéant, cette rémunération se présenterait sous la forme d'une commission de vente calculée en pourcentage des actifs gérés au sein du fonds d'investissement et incluse (ou « intégrée ») dans les frais de gestion de ce fonds.

LES TROIS ÉLÉMENTS ESSENTIELS DE LA VALEUR DU CONSEIL FINANCIER

À la base du débat sur la façon de réglementer les services-conseils, il y a une confusion entre les trois composantes fondamentales de la valeur du conseil financier, qui sont :

1. Le facteur *alpha*. Il s'agit du rôle que joue le conseiller financier en tant que *gestionnaire d'actifs (ou de portefeuille)*. Le facteur alpha peut être mesuré en comparant le rendement d'un actif donné au rendement d'un indice de marché comparable sur une période donnée.
2. Le facteur *bêta*. Ce facteur réfère au rôle du conseiller financier en tant que *responsable de la répartition de l'actif*. Celui-ci se manifeste par la politique de composition du portefeuille de placement recommandée par le conseiller, qui devrait tenir compte des besoins en liquidités, des objectifs financiers à long terme et de la tolérance au risque de l'investisseur. Le facteur bêta incarne ultimement la valeur liée à la constitution d'un portefeuille qui optimise le rendement potentiel pour un niveau de risque donné.
3. Le facteur *gamma*. Il correspond au rôle du conseiller financier en tant que *coach* en matière d'épargne, d'habitudes de planification financière et de discipline. Il se révèle par la préparation d'un plan financier et la discipline à le suivre au fil des années. Le facteur gamma correspond aussi à la réaction disciplinée de l'investisseur face à la volatilité du marché, aux ajustements apportés à la politique de composition du portefeuille de placement pendant le cycle de vie de l'investisseur et à une utilisation optimale de la planification fiscale.

De nombreuses études sur la valeur du conseil ne s'intéressent qu'au facteur alpha. Lorsque certaines de ces études mettent en évidence l'incidence positive du facteur alpha, les critiques dénoncent promptement l'importance du biais du survivant, en prétendant que l'incidence positive du facteur alpha n'est redevable qu'au fait que les gestionnaires actifs qui n'ont pas connu de succès ont été graduellement éliminés au fil du temps, ne laissant dans l'échantillon que les survivants.

Un bon exemple d'une étude dans laquelle l'évaluation de la valeur du conseil ne repose que sur le facteur alpha est celle du Council of Economic Advisers du président des États-Unis, intitulée « The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings », publiée en février 2015². Dans cette étude, la valeur du conseil n'est définie et mesurée qu'en fonction du niveau de rendement net des actifs sélectionnés. Sans grande surprise, l'étude conclut que le conseil financier est non seulement inutile, mais qu'il serait dommageable !

Il faut bien admettre qu'au cours des quinze dernières années, les bienfaits de la gestion active sont devenus moins évidents. En conséquence, des investisseurs individuels, fort probablement en réponse aux conseils prodigués par leurs conseillers financiers, ont transféré des milliards de dollars d'actifs depuis des stratégies et produits activement gérés vers des stratégies et des produits passifs. Ceci renforce notre argument à l'effet que si la valeur du conseil ne dépend que du facteur alpha, elle peut effectivement être vraiment limitée. Par contre, si l'on considère aussi le conseil relatif à la réaffectation des actifs (le facteur bêta), c'est-à-dire de passer de produits gérés activement dont le coût est élevé à des produits gérés passivement de moindre coût, alors la valeur du conseil apparaît soudainement plus substantielle.

- 2 Le tableau 4 de la page 13 de cette étude énumère de nombreuses études prétendant démontrer la sous-performance attribuable à un conseil financier sujet à des conflits d'intérêts, alors que ces études se restreignent en réalité à l'analyse du facteur alpha.

Le rôle du conseiller dans le rééquilibrage du portefeuille du client (de nouveau, le facteur bêta) après un changement majeur dans la valeur relative des actifs fournit un autre exemple de la confusion qui règne au sujet de la valeur du conseil. Dans ce scénario, le conseiller financier recommandera fréquemment au client de vendre des fonds dont le rendement a été relativement meilleur (« vendre à prix élevé ») pour acheter des fonds qui ont moins bien performé (« acheter à bas prix »). Ce conseil est évidemment approprié dans le contexte du rééquilibrage d'un portefeuille et représente une grande valeur pour l'investisseur compte tenu de ses objectifs de placement tels que définis dans le cadre de sa politique de composition de portefeuille. Toutefois, les études sur les flux dans les fonds³ pourraient dénoncer une piètre sélection d'actifs et mettre en cause des conflits d'intérêts potentiels.

Les études économétriques réalisées par Montmarquette et Viennot-Briot (2015) représentent une contribution majeure à la mesure de la valeur du conseil. Selon ces études, lorsque les trois éléments qui entrent dans la composition de la valeur du conseil sont pris en compte, celle-ci s'avère importante et supérieure au coût assumé par l'investisseur (voir aussi Blanchett et Kaplan, 2013)⁴. En particulier, un solide patrimoine financier se constitue au fil des ans. De plus, dans leur plus récente étude, Montmarquette et Viennot-Briot (2016) démontrent que le fait de ne plus faire affaire avec un conseiller financier a de graves conséquences sur le niveau de richesse du ménage.

VOICI POURQUOI L'ABOLITION DES COMMISSIONS DE VENTE INTÉGRÉES CRÉERAIT UNE CARENCE EN MATIÈRE D'ACCÈS AU CONSEIL FINANCIER

Si la valeur du conseil est si importante – et il a été montré qu'elle est bien supérieure à son coût – et si l'abolition des commissions de vente intégrées est nécessaire pour éviter les conflits d'intérêts inhérents, quel inconvénient pourrait-il bien y avoir à demander aux investisseurs individuels de payer directement leur conseiller, comme ils le font pour plusieurs autres services ?

Aujourd'hui, une grande proportion des actifs des ménages est gérée avec l'aide d'un conseiller (66 % au Canada [*Investor Economics Household Balance Sheet Report, 2016*] et 80 % aux États-Unis⁵) et le mode de paiement direct par le client est largement répandu. En général, les frais correspondent à un pourcentage de la valeur de l'actif géré et ils tendent à diminuer progressivement à mesure qu'augmente la valeur de l'ensemble des actifs. Aux quatre coins du monde, il est reconnu et il a été observé que les ménages dont le patrimoine est important sont prêts à payer directement pour le conseil par le biais de frais de gestion calculés en pourcentage de la valeur de leur actif géré, ces frais étant négociés directement avec leur conseiller.

Les ménages aisés ont soit hérité de leur patrimoine ou l'ont bâti au fil du temps, ou les deux. Dans tous les cas, ces ménages ont découvert la valeur du conseil financier grâce à leur éducation, à l'influence de leurs pairs ou, plus probablement, à la suite de leur propre expérience⁶.

- 3 Un exemple d'une telle étude est celle de Cumming, Johan et Zhang, 2016. Pour des remarques judicieuses au sujet de l'étude de Cumming, consulter Linton et Tobek, 2016.
- 4 Dans leur article phare sur ces concepts, Blanchett et Kaplan, de Morningstar, ont estimé la valeur spécifique au facteur gamma à 159 points centésimaux.
- 5 Nos propres calculs sur la base de données provenant de multiples sources.
- 6 La littératie financière ne se substitue pas au conseil financier, mais vient plutôt le compléter (sauf pour le faible pourcentage d'investisseurs individuels capables de se débrouiller par eux-mêmes).

En effet, la valeur du conseil est généralement apprise ou découverte avec l'expérience et dans le cadre d'une relation qui se tisse au fil du temps.

Il s'agit là de l'une des grandes caractéristiques du conseil financier : l'investisseur individuel doit en découvrir la valeur, la mettre à l'épreuve et en faire l'expérience avant d'être prêt à payer directement et explicitement pour un tel service-conseil.

Et c'est précisément cette caractéristique qui fait en sorte que le conseil financier est si difficile à réglementer sans provoquer les conséquences inattendues décrites ci-dessous.

Le conseil financier constitue ce que les économistes appellent un « bien d'expérience » (Darby et Karni, 1973; Lortie, 2016; Nelson, 1970)⁷. Le consommateur ne peut saisir quels sont les bienfaits de ce « bien » avant de l'avoir effectivement consommé. Dans le cas d'un bien d'expérience, le prix que le consommateur est prêt à payer d'emblée doit être très faible par rapport à son revenu, sans quoi il ne l'achètera (ou ne l'essaiera) pas.

Les biens d'expérience sont nombreux. Par exemple, lorsqu'un consommateur achète un nouvel ensemble de pneus pour une voiture, le distributeur lui donne probablement des conseils, qui constituent en fait un bien d'expérience. Pourtant, le consommateur n'a pas à payer directement pour ces conseils. (Par ailleurs, il se peut très bien que le garage reçoive une commission de vente intégrée de la part du manufacturier des pneus, ce qui n'empêchera pas le consommateur de retourner au garage pour faire réparer sa voiture, étant donné qu'une relation de confiance se sera développée avec le garagiste.)

Un autre exemple de bien d'expérience est une bouteille de vin. Dans ce cas particulier, le consommateur sera prêt à payer d'emblée un prix élevé parce qu'il a confiance que si, une fois la bouteille ouverte et le vin goûté, le produit n'est pas bon, il pourra en obtenir le remboursement.

Dans le cas du conseil financier, il n'y a pas de mesure de performance objective à laquelle rattacher une garantie. Le client n'a d'autre choix que de faire l'expérience concrète du conseil sur une période de plusieurs années s'il veut se forger une opinion quant à la qualité et à la valeur du service reçu. Par conséquent, au début de la relation, la demande explicite d'un client à revenu modeste pour le conseil (le prix que ce client serait prêt à payer) sera en général très faible, voire non existante. Il est à noter qu'une transparence accrue des coûts⁸ ne modifierait pas ce comportement. La problématique ne réside pas dans le fait que l'investisseur individuel ne connaît pas le coût du conseil financier, mais bien dans le fait que ce dernier n'a pas fait l'expérience de la valeur du conseil.

- 7 Par opposition à un « bien de recherche » (« search good » en anglais) ou à un « bien de confiance » (« credence good » en anglais). Un bien de recherche est un produit ou un service dont la nature et les caractéristiques peuvent facilement être évaluées avant d'en faire l'achat. Un bien d'expérience est un produit ou un service dont les caractéristiques peuvent être évaluées, mais seulement après l'avoir consommé ou utilisé. Dans le cas des biens de confiance, leur utilité est difficile, voire impossible à déterminer avec certitude, même après les avoir consommés. Pierre Lortie soutient que le conseil financier constitue un bien de confiance; mais le fait d'en parler ici comme d'un bien d'expérience ne change rien à la démonstration.
- 8 Il ne manque d'ailleurs pas de transparence à ce sujet au Canada, en particulier dans le contexte des réglementations au point de vente et des normes du MRCC2 qui sont actuellement mises en œuvre.

Ceci explique pourquoi au Royaume-Uni et en Australie, où les organismes de réglementation ont aboli les commissions de vente intégrées et exigé que les investisseurs individuels paient directement pour le conseil, une grande proportion d'investisseurs dont le revenu et le patrimoine sont plus modestes ont choisi de ne pas solliciter de conseil financier (*Europe Economics*, 2014a). De plus, du côté de l'offre, dans les pays où les commissions de vente intégrées ont été abolies, le nombre de conseillers financiers a chuté (*Europe Economics*, 2014b). Dans ces pays, les nouveaux clients qui disposent de revenu et de patrimoine modestes, qui auraient pu avec le temps faire fructifier leur patrimoine si le paiement par commissions avait été permis, ont refusé de s'engager dans une relation de conseil à long terme à la suite de l'imposition d'un mode de rémunération basé sur des frais directement payés au conseiller.

Ce phénomène a été appelé la « carence d'accès au conseil financier ».

Bien que l'ampleur de cette carence soit difficile à mesurer, au Royaume-Uni, le gouvernement de Sa Majesté a été suffisamment préoccupé pour tenir des consultations au sujet d'une allocation de 500 £ pour services-conseils financiers afin que les préretraités puissent bénéficier du conseil en prévision de leur retraite (Gouvernement du Royaume-Uni, 2016). Cette allocation a été mise en œuvre en avril 2017.

Au Canada, les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) reconnaissent qu'une carence d'accès au conseil pourrait survenir à la suite de l'abolition des commissions de vente intégrées. Toutefois, elles supposent que cette éventuelle carence, le cas échéant, serait de faible ampleur et que les conseillers automatisés (robots) et les banques canadiennes interviendraient pour fournir les services-conseils nécessaires (ACVM, 2017).

Cette conjecture omet de tenir compte du fait que plusieurs clients ont besoin de conseil financier de type gamma. Il est vrai que dans plusieurs cas, les conseillers automatisés et les banques pourraient être en mesure d'offrir du conseil financier axé sur la composition du portefeuille et la répartition d'actifs, c'est-à-dire le conseil bêta⁹. Toutefois, ils ne sont en général pas outillés pour jouer un rôle de coach pour leurs clients. Ceci laisse toute entière la carence en matière d'accès au conseil gamma.

LES ENJEUX DE POLITIQUE PUBLIQUE AU-DELÀ DE LA CARENCE EN MATIÈRE D'ACCÈS AU CONSEIL FINANCIER

Les enjeux de politique publique ne se limitent pas à l'ampleur de la carence en matière d'accès au conseil, mesurée en termes de nombre de ménages canadiens, en particulier au bas de l'échelle des revenus et du patrimoine, qui seraient réticents à payer directement pour le conseil. Ils ne se limitent pas non plus à l'ampleur de la carence en matière d'accès au conseil gamma, soit le manque de conseillers financiers pouvant jouer un rôle de coach et de soutien pour favoriser la discipline financière des épargnants.

9 Les conseillers automatisés n'ont généralement pas l'ambition de procurer de l'alpha à leurs clients; ils se contentent d'offrir des produits gérés passivement qui reproduisent les indices boursiers (par exemple, des FNB).

Ce qui est aussi en jeu, c'est l'éventail des choix dont la population hétérogène des ménages canadiens dispose en matière de services-conseils financiers. La situation des clients, leurs besoins, leur tolérance au risque et, en fait, leur littératie numérique varient énormément. Ceux-ci sont bien servis par un marché concurrentiel et novateur en matière de distribution de produits et de conseil financiers. De plus, ce marché de la distribution se compose actuellement, au Canada, de nombreux conseillers indépendants et de banques (et de leurs courtiers en valeurs mobilières), qui sont en concurrence pour servir les ménages qui ont recours au conseil financier. Cet éventail de choix est menacé.

Un autre enjeu de politique publique, également en lien avec les choix offerts aux consommateurs, émerge : abolir les commissions de vente intégrées aurait probablement une profonde incidence sur la structure du marché de la distribution de produits financiers au Canada, au-delà de l'offre et de la demande du conseil financier. En effet, abolir les commissions de vente intégrées aurait pour effet de retirer du pouvoir aux manufacturiers de produits financiers pour le transférer aux distributeurs. Ce déplacement affaiblirait les petits manufacturiers indépendants. De plus, il serait plus difficile pour les petits distributeurs indépendants de survivre dans un environnement où leurs revenus dépendraient d'ententes individuelles avec les investisseurs, par opposition à une rémunération versée par les manufacturiers. Cela favoriserait les distributeurs bien capitalisés en valorisant le volume de transactions, et, en retour, accélérerait la concentration des marchés. Les institutions intégrées, comme les banques, augmenteraient leurs parts de marché, accélérant de ce fait l'intégration verticale au sein du marché.

Si une plus grande concentration et une intégration verticale du marché s'avéraient, les conséquences sur les choix offerts au consommateur seraient évidentes. Bien qu'on ne puisse pour l'instant déterminer avec exactitude quelle serait l'évolution des prix des services financiers, il apparaît utopique de penser que les consommateurs bénéficieraient d'une meilleure offre en présence d'un nombre restreint de plus gros acteurs sur le marché.

L'abolition des commissions de vente intégrées soulève de nombreux autres enjeux. Contentons-nous d'en citer deux pour l'instant :

- Imposer un modèle de rémunération directe réduirait la transparence des prix pour les consommateurs et entraînerait une plus grande dispersion des prix payés pour des services identiques ou similaires.
- Le mouvement vers des produits d'investissement gérés passivement risquerait d'accroître le risque systémique au sein de notre système financier.

C'est en raison de préoccupations de cette nature que les gouvernements de la Nouvelle-Zélande et de la Suède, qui appuient pourtant des réformes réglementaires destinées à améliorer le comportement des conseillers financiers, ont décidé de ne pas abolir les commissions de vente intégrées (Gouvernement de la Nouvelle-Zélande, 2016; Gouvernement de la Suède, 2017).

CONCLUSION

À la suite de la crise financière mondiale de 2008, les décideurs politiques et les organismes de réglementation des quatre coins du monde ont développé et mis en œuvre, dans un premier temps, des politiques et des règlements macroprudentiels bonifiés, puis, dans un deuxième temps, des politiques et des règlements visant l'amélioration de la conduite des marchés. Les principaux objectifs et principes sous-tendant ces réformes font l'objet d'un large consensus.

La troisième vague de réformes réglementaires touche la conduite professionnelle et, plus spécifiquement, la conduite des conseillers financiers. Le débat sur les modes de rémunération par le biais de commissions de vente intégrées s'inscrit dans cette troisième vague.

Le présent article soulève les enjeux de politique publique suivants en lien avec l'abolition des commissions intégrées :

1. Abolir les commissions de vente intégrées créerait probablement une carence en matière d'accès au conseil financier au Canada, les ménages étant réticents à payer d'emblée pour un service dont ils n'auraient pas encore fait l'expérience. (Seulement le tiers des ménages canadiens a recours de conseil financier, ce qui devrait aussi être une source de préoccupation étant donné que notre système de retraite repose sur l'épargne individuelle.)
2. Dans tous les cas, cette abolition réduirait possiblement l'éventail des choix disponibles pour les Canadiennes et les Canadiens dont la situation financière, les besoins et les préférences sont très variés.
3. Elle modifierait aussi probablement la structure du marché de la distribution des produits et services financiers en augmentant la concentration et l'intégration verticale du marché, affaiblissant ainsi le rapport de force des consommateurs canadiens.
4. Une perte de transparence en matière de prix pour le consommateur et une augmentation du risque systémique pourraient aussi découler d'une telle abolition.

En conclusion, bien que la mise en œuvre de politiques destinées à améliorer l'accès au conseil financier ne relève pas nécessairement des ACVM, une telle mise en œuvre est certainement du ressort des décideurs politiques.

Il faut des politiques qui améliorent la littératie financière tout en assurant et en bonifiant un large accès au conseil financier.

Dans ce contexte, nous appuyons fermement les efforts actuels des gouvernements provinciaux pour améliorer le savoir et les qualifications professionnelles des conseillers financiers. Ceci aura des répercussions positives sur la qualité et l'uniformité du conseil financier offert à travers le Canada. Des normes de compétence plus rigoureuses auront également pour effet de créer les conditions nécessaires à l'application de règlements axés sur des principes et non pas sur des règles rigides et encombrantes.

Enfin, les décideurs politiques ne doivent pas perdre de vue la nécessité de garantir un meilleur accès, pour l'ensemble de la population, à un marché concurrentiel et novateur en matière de distribution de produits financiers.

Il s'agit là d'une condition nécessaire pour assurer et même bonifier le niveau de l'épargne à long terme des ménages afin que les Canadiennes et les Canadiens soient financièrement prêts à la retraite.

RÉFÉRENCES

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. 2017. *Consultation sur l'option d'abandonner les commissions intégrées*. Document de consultation 81-408. 10 janvier, pp69 et suivantes.

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

Council of Economic Advisers to the U.S. President. 2015. « The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings ». Février. Disponible en ligne au https://obamawhitehouse.archives.gov/sites/default/files/docs/cea_coi_report_final.pdf.

Cumming, D. J., Johan, S. et Zhang, Y. 2016. « A Dissection of Mutual Fund Fees, Flows, and Performance ». Février. Disponible en ligne sur le site du SSRN, au <https://ssrn.com/abstract=2678260> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2678260>, ou au https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category5/rp_20151022_81-407_dissection-mutual-fund-fees.pdf.

Darby, M. R., et Karni, E. 1973. *The Journal of Law & Economics*, vol. 16, no. 1., avril, 67-88.

Europe Economics. (a) 2014. « Retail Distribution Review – Post Implementation Review ». Décembre, p13 et figure 2.5.

Europe Economics. (b) 2014. « Retail Distribution Review – Post Implementation Review ». Décembre, pp54 et suivantes; figure 5.8.

Gouvernement de la Nouvelle-Zélande. 2016. « Review of the Operation of the Financial Advisers Act 2008 and the Financial Service Providers (Registration and Dispute Resolution) Act 2008 ». Juillet, pp78-80. Disponible en ligne au <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/business-law/Final%20report%20on%20the%20review%20of%20the%20FA%20and%20FSP%20Acts.pdf>.

Gouvernement du Royaume-Uni. 2016. « Introducing a Pensions Advice Allowance ». Août. Disponible en ligne au <https://www.gov.uk/government/consultations/introducing-a-pensions-advice-allowance>.

Gouvernement de la Suède (Regeringskansliet). 2017. « Nya Regler om Marknader för Finansiella Instrument (MiFID II och MiFIR) ». En suédois. Disponible en ligne au <http://www.regeringen.se/rattsdokument/lagratsremiss/2017/01/nya-regler-om-marknader-for-finansiellainstrument-mifid-ii-och-mifir/>.

Investor Economics. 2016. « Household Balance Sheet Report ». Mise à jour. Tableau A10.

Linton, O. et Tobek, O. 2016. « A Dissection of Mutual Fund Fees, Flows, and Performance by Cumming, Johan and Zhang: A comment », dans la soumission de l'IFIC au sujet du document de consultation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières 81-408. Décembre, pp148 et suivantes. Disponible en ligne au http://www.osc.gov.on.ca/en/com_20170609_81-408_bourquep.htm.

Lortie, Pierre. 2016. « A Major Setback for Retirement Savings: Changing How Financial Advisers Are Compensated Could Hurt Less-than-Wealthy Investors Most », *School of Public Policy Research Papers*, vol. 9, issue 13, avril.

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

Montmarquette, C. et Viennot-Briot, N. 2016. « The Gamma Factor and the Value of Financial Advice ». *CIRANO Working Paper 2016s-35*.

Nelson, P. 1970. « Information and Consumer Behavior », *Journal of Political Economy*, vol. 78, no. 2, mars-avril, 311-329.